

投资评级 优于大市 调高

Q1 业绩明显改善，期权激励调动积极性

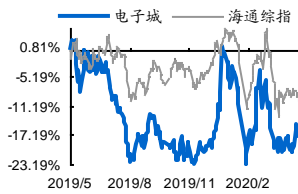
股票数据

05月06日收盘价(元)	5.32
52周股价波动(元)	3.94-5.79
总股本/流通A股(百万股)	1119/1119
总市值/流通市值(百万元)	5951/5951

相关研究

《持续全国拓展，推进科技服务业转型》
2019.05.09

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	24.9	8.8	24.0
相对涨幅(%)	18.9	13.7	23.1

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:杨凡

Tel:(021)23219812

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

投资要点:

- 营业收入和利润率齐升。**公司 2020Q1 营业收入 7.75 亿元，同比增长 134.85%，营业收入增加主要因地产销售结转增加所致；归属上市公司股东的净利润 1.63 亿元，同比增长 83.69%，基本每股收益 0.15 元/股，同比增长 87.5%。利润率方面，公司 2020Q1 结转毛利率 67.81%，同比增加 37.79 个百分点，归母净利率 21.03%，同比降低 6.56 个百分点。我们认为，归母净利率减少的主要原因是公司本期结转房地产项目金额增加相应的营业税金及附加同比增加较多，此外公司本期营业外净收入同比下降。
- 总资产稳增长，负债率略提升，现金流同比明显好转。**截止 2020Q1 公司总资产约 149.3 亿元，较 2019 年底增长 5.07%，归属上市公司股东的净资产 67.82 亿元，较 2019 年底增长 2.46%。负债率方面，公司资产负债率为 53.15%，较 2019 年底增长 1.26 个百分点，有息负债率 32.92%，较 2019 年底增长 1.10 个百分点。现金流方面，公司 2020Q1 经营活动产生的现金流量净额为 -3.46 亿元，同比增加 13.49 亿元，经营净现金流同比明显改善，其主要原因是公司本季度房款收现增加及税费付现减少。
- 国寿置业合作组成入伙基金收购资产。**2019 年 11 月公司以自有资金与电子城华平东久、中国人寿保险公司通过入伙方式加入国寿置业投资管理有限公司，组成入伙基金。入伙基金将通过对外投资设立项目公司收购电子城集团下属公司资产，由国寿置业和电子城华平东久担任基金的普通合伙人。基金拟募集总规模不超过 43.02 亿元，直接或间接方式收购电子城集团下属北京电子城有限责任公司持有的六个资产：北京电子城 IT 产业园 B5 厂房项目、中关村电子城国际电子总部三期项目、电子城 IT 产业园 C2A 厂房项目、电子城西青 7 号地西区项目（鼎峰中心）4#项目、电子城西青 7 号地西区项目（鼎峰中心）5#项目、电子城西青 7 号地东区项目（鼎创中心）1#项目。
- 股票期权激励调动管理层积极性。**2019 年 8 月 5 日公司完成股票期权授予，向 91 名激励对象授予 999.74 万份的股票期权，行权价格为 6.78 元/股，授予对象主要为公司高管和核心骨干员工。三个行权期分别为从授予期起 24 个月、36 个月和 48 个月后，每次可行权数量为授予的三分之一。各行权期会对公司实行年度业绩和激励对象业绩双重考核。
- 投资建议：“优于大市”评级。**参考公司股票期权业绩目标，我们预计公司 2020 年 EPS 年为 0.40 元/股，给予公司 2020 年 15-18 倍 PE 估值，对应市值约为 67-81 亿元，对应合理价值区间为 6.01-7.22 元，对应 2020 年的 PEG 为 0.86-1.04。**风险提示。**入伙基金收购公司资产对公司业绩影响较大，入伙基金收购时间和公司收入结算节奏有待关注。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2234	1825	2663	2927	3228
(+/-)YoY(%)	4.7%	-18.3%	45.9%	9.9%	10.3%
净利润(百万元)	408	351	448	483	524
(+/-)YoY(%)	-19.9%	-13.9%	27.8%	7.8%	8.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.31	0.40	0.43	0.47
毛利率(%)	64.5%	49.2%	50.0%	50.1%	50.1%
净资产收益率(%)	6.1%	5.3%	6.4%	6.6%	6.8%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

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

(%)	2019Q1	2020Q1	Ppt	海通分析
毛利率	30.02%	67.81%	37.79	我们认为毛利率提升是因为公司开始结转高毛利项目
归母净利率	27.59%	21.03%	-6.56	
资产负债率	51.89%*	53.15%	1.26	主要因为应付债券同比增加
有息负债率	31.82%*	32.92%	1.10	
三项费用占收入比	25.69%	15.46%	-10.23	三项费用增长幅度低于收入
(百万元)	2019	2020Q1	YOY%	海通分析
总资产	14209	14930	5.07%	
净资产	6837	6995	2.31%	
货币现金	2146	1859	-13.34%	
预收账款 (包括合同负债)	118	99	-16.63%	

资料来源: Wind, 海通证券研究所, *资产负债率和有息负债率对比的是 2019 年底数据

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2019Q1	2020Q1	YOY%	海通分析
一、营业总收入	325.60	775.07	138.04%	地产销售项目结转收入增加
二、营业总成本				
营业成本	227.86	249.49	9.49%	
营业税金及附加	13.75	223.07	1522.33%	同上
销售费用	7.51	5.23	-30.36%	
管理费用	46.01	57.36	24.67%	
财务费用	30.13	57.27	90.08%	利息支出增加及利息收入减少
资产减值损失	1.55	0.00	-100.00%	新金融工具准则重分类
投资净收益	-0.29	0.38	-	
三、营业利润	13.30	160.40	1106.02%	
加: 营业外净收入	116.28	0.01	-99.99%	违约金收入减少, 扶贫支出减少
四、利润总额	129.58	160.42	23.80%	
减: 所得税	40.36	2.20	-94.55%	递延所得税资产增加
五、净利润	89.22	158.21	77.33%	
减: 少数股东损益	-0.60	-4.75	691.67%	
归属母公司净利润	89.82	162.96	81.43%	
六、每股收益				
基本每股收益 (元)	0.08	0.15	87.50%	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 公司股票期权激励行权业绩要求

行权期	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	1/3	(1) 2020 年营业总收入不低于 26.62 亿元 (以 2018 年授予目标值为基准, 年复合增长率 $\geq 10\%$), 且不低于对标企业 75 分位值; (2) 2020 年 EOE $\geq 12\%$, 且不低于对标企业 75 分位值; (3) 2020 年新型科技服务收入不低于 4.598 亿元 (以 2018 年授予目标值为基准, 年复合增长率 $\geq 10\%$); (4) 以 2017 年总资产为基数, 2020 年总资产复合增长率不低于 5%; (2017 年经审计的总资产为 113.20 亿元)
第二个行权期	1/3	(1) 2021 年营业总收入不低于 29.26 亿元 (以 2018 年授予目标值为基准, 年复合增长率 $\geq 10\%$), 且不低于对标企业 75 分位值; (2) 2021 年 EOE $\geq 12\%$, 且不低于对标企业 75 分位值; (3) 2021 年新型科技服务收入不低于 5.0578 亿元 (以 2018 年授予目标值为基准, 年复合增长率 $\geq 10\%$); (4) 以 2017 年总资产为基数, 2021 年总资产复合增长率不低于 5%; (2017 年经审计的总资产为 113.20 亿元)
第三个行权期	1/3	(1) 2022 年营业总收入不低于 32.21 亿元 (以 2018 年授予目标值为基准, 年复合增长率 $\geq 10\%$), 且不低于对标企业 75 分位值; (2) 2022 年 EOE $\geq 12\%$, 且不低于对标企业 75 分位值; (3) 2022 年新型科技服务收入不低于 5.56358 亿元 (以 2018 年授予目标值为基准, 年复合增长率 $\geq 10\%$); (4) 以 2017 年总资产为基数, 2022 年总资产复合增长率不低于 5%; (2017 年经审计的总资产为 113.20 亿元)

资料来源: 《关于首次股票期权激励计划授予登记完成的公告》, 海通证券研究所

表 4 公司分项业务拆分

	2019	2020E	2021E	2022E
房地产销售				
收入 (百万元)	1275.85	2079.64	2287.60	2527.80
同比增长/减少 (YoY%)	-26.65%	63.00%	10.00%	10.50%
毛利率 (%)	53.71%	55.00%	55.00%	55.00%
广告传媒				
收入 (百万元)	39.05	41.00	43.05	45.20
同比增长/减少 (YoY%)	-45.67%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	42.42%	40.00%	40.00%	40.00%
新型科技服务				
销售收入 (百万元)	488.85	537.73	591.51	650.66
同比增长/减少 (YoY%)	18.55%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	37.31%	32.00%	32.00%	32.00%
其他				
收入 (百万元)	4.43	4.43	4.43	4.43
同比增长/减少 (YoY%)	-59.27%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	2.91%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 公司盈利预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入 (百万元)	1825	2663	2927	3228
二、营业总成本 (百万元)	927	1330	1462	1611
三、营业利润 (百万元)	393	594	644	702
加: 营业外收支 (百万元)	93	50	50	50
四、利润总和 (百万元)	486	644	694	752
五、净利润 (百万元)	338	451	486	526
减: 少数股东损益 (百万元)	-13	2	2	3
六、归属母公司所有者净利润 (百万元)	351	448	483	524
股本 (百万股)	1119	1119	1119	1119
基本每股收益 (元/股)	0.31	0.40	0.43	0.47

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 RNAV 估值

指标	数值
WACC	8.5%
加: 物业开发及销售增加值 (百万元)	3435
加: 新型科技服务增加值 (百万元)	2200
加: 文化及其他业务 (百万元)	512
加: 2019 年净资产账面价值 (百万元)	6619
NAV (百万元)	12766
股本 (百万股)	1119
每股 RNAV (元/股)	11.41

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 7 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2020) 2020PE/(2019-21 年净利润复合增速)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600639.SH	浦东金桥	164	0.97	1.22	1.52	15.07	11.98	9.62	0.38
601512.SH	中新集团	193	0.80	0.85	0.99	16.08	15.13	12.99	1.16
	均值					15.57	13.56	11.30	0.77
600658.SH	电子城	60	0.31	0.40	0.43	16.96	13.27	12.31	0.76

注：收盘价为 2020 年 05 月 06 日价格
 资料来源：Wind，海通证券研究所

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	1825	2663	2927	3228
每股收益	0.31	0.40	0.43	0.47	营业成本	927	1330	1462	1611
每股净资产	5.92	6.27	6.55	6.86	毛利率%	49.2%	50.0%	50.1%	50.1%
每股经营现金流	-2.05	0.50	0.19	0.23	营业税金及附加	191	479	527	581
每股股利	0.13	0.14	0.15	0.17	营业税金率%	10.5%	18.0%	18.0%	18.0%
价值评估 (倍)					营业费用	39	61	67	74
P/E	16.96	13.27	12.31	11.36	营业费用率%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
P/B	0.90	0.85	0.81	0.78	管理费用	190	266	293	323
P/S	3.26	2.23	2.03	1.84	管理费用率%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
EV/EBITDA	14.99	13.87	12.78	11.72	EBIT	475	520	572	631
股息率%	2.5%	2.9%	3.1%	3.4%	财务费用	178	34	36	38
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	9.7%	1.3%	1.2%	1.2%
毛利率	49.2%	50.0%	50.1%	50.1%	资产减值损失	0	15	15	15
净利润率	19.2%	16.8%	16.5%	16.2%	投资收益	3	4	4	4
净资产收益率	5.3%	6.4%	6.6%	6.8%	营业利润	393	594	644	702
资产回报率	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	营业外收支	93	50	50	50
投资回报率	3.6%	3.9%	4.1%	4.4%	利润总额	486	644	694	752
盈利增长 (%)					EBITDA	552	542	604	674
营业收入增长率	-18.3%	45.9%	9.9%	10.3%	所得税	148	193	208	226
EBIT 增长率	-24.3%	9.4%	10.0%	10.5%	有效所得税率%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润增长率	-13.9%	27.8%	7.8%	8.3%	少数股东损益	-13	2	2	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	351	448	483	524
资产负债率	51.9%	57.9%	59.6%	60.3%					
流动比率	3.0	2.2	2.0	2.0	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	货币资金	2146	2700	3300	3500
现金比率	0.6	0.4	0.4	0.4	应收账款及应收票据	356	365	401	442
经营效率指标					存货	8095	10206	10813	11478
应收帐款周转天数	40.2	50.0	50.0	50.0	其它流动资产	779	890	1008	1135
存货周转天数	2854.3	2800.0	2700.0	2600.0	流动资产合计	11376	14161	15522	16556
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	长期股权投资	114	114	114	114
固定资产周转率	10.0	13.5	13.2	13.7	固定资产	183	212	231	240
					在建工程	144	214	284	354
					无形资产	200	198	197	195
					非流动资产合计	2833	3015	3188	3351
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	14209	17176	18710	19906
净利润	351	448	483	524	短期借款	700	989	1789	2167
少数股东损益	-13	2	2	3	应付票据及应付账款	829	875	961	1060
非现金支出	107	37	47	57	预收账款	118	266	293	323
非经营收益	229	19	25	32	其它流动负债	2160	4246	4551	4900
营运资金变动	-2967	48	-343	-356	流动负债合计	3808	6376	7594	8449
经营活动现金流	-2292	556	216	259	长期借款	583	583	583	583
资产	-53	-71	-71	-71	其它长期负债	2981	2981	2981	2981
投资	-457	-100	-100	-100	非流动负债合计	3564	3564	3564	3564
其他	32	4	4	4	负债总计	7373	9940	11158	12013
投资活动现金流	-478	-167	-167	-167	实收资本	1119	1119	1119	1119
债权募资	1402	289	800	378	普通股股东权益	6619	7016	7330	7668
股权募资	9	0	0	0	少数股东权益	218	220	222	225
其他	-394	-124	-248	-270	负债和所有者权益合计	14209	17176	18710	19906
融资活动现金流	1017	166	551	108					
现金净流量	-1753	554	600	200					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 06 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
杨凡 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,华润置地,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,国创高新,浦东金桥,新湖中宝,世茂房地产,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,融创中国,龙湖集团,金地集团,华发股份,招商蛇口,金融街,中国海外发展,电子城,融信中国,外高桥

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。