

投资评级 优于大市 维持

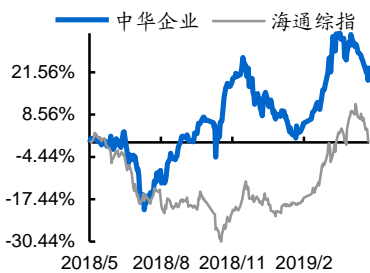
一季度业绩大幅增长, 转型提升效率体现

股票数据

04月30日收盘价(元)	6.36
52周股价波动(元)	4.00-6.95
总股本/流通A股(百万股)	5080/1867
总市值/流通市值(百万元)	32310/11874

相关研究

《中星资产过户完成, 结转和投资收益推升业绩》2018.09.06

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.9	6.5	20.0
相对涨幅 (%)	-4.0	-0.1	-2.9

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 事件。**公司公布 2019 年一季度季报。2019 年一季度, 公司实现营业收入 67.7 亿元, 同比增 342.5%; 归属于上市公司股东的净利润 13.1 亿元, 同比大幅增加 227.97 倍; 实现全面摊薄每股收益 0.26 元。
- 2019 年一季度, 受房产结转增加推动, 公司营收增 342.5%; 同期房产结转毛利率较高, 这使得公司净利润大幅增长 227.97 倍。**2019 年 4 月 26 日, 公司公告称, 2019 年 1-3 月, 公司现有主要开发项目 31 个, 新开工项目 1 个, 新竣工项目 1 个, 无新增项目储备。2019 年一季度, 公司累计实现签约销售面积 7.95 万平, 签约销售金额 49.3 亿元。2019 年一季度末, 公司出租租金收入 1.48 亿元。
- 投资建议。向房地产开发及综合服务商转型转型, “优于大市”评级。**公司以房地产开发经营为主业, 逐步从传统房地产开发商向房地产开发及综合服务商转型。公司通过实施资产重组, 解决了困扰公司多年的同业竞争问题; 通过引进华润置地控股、平安不动产作为战略投资者, 优化公司运营治理水平和治理结构; 通过注入优质资产, 特别是上海区域的优质资源补充公司项目储备。我们预计公司 2019、2020 年 EPS 分别是 0.60 元和 0.71 元。我们给予公司 2019 年 11-14 倍的动态 PE, 对应的合理价值区间为 6.60-8.40 元, 维持公司“优于大市”评级。
- 风险提示:** 公司面临加息和政策调控两大风险。

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

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13079.97	19285.85	23114.30	29042.12	35748.31
(+/-)YoY(%)	-7.87%	47.45%	19.85%	25.65%	23.09%
净利润(百万元)	945.39	2592.41	3044.86	3607.22	4201.15
(+/-)YoY(%)	44.23%	174.21%	17.45%	18.47%	16.46%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.51	0.60	0.71	0.83
毛利率(%)	26.79%	43.05%	42.09%	42.20%	42.29%
净资产收益率(%)	8.20%	18.87%	18.14%	17.69%	17.08%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 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 年一季度季报。2019 年一季度，公司实现营业收入 67.7 亿元，同比增 342.5%；归属于上市公司股东的净利润 13.1 亿元，同比大幅增加 227.97 倍；实现全面摊薄每股收益 0.26 元。

点评:

2019 年一季度，受房产结转增加推动，公司营收增 342.5%；同期房产结转毛利率较高，这使得公司净利润大幅增长 227.97 倍。 2019 年一季度，公司房产结转增加，这使得 2019 年一季度内公司实现营业收入 67.7 亿元，同比增 342.5%；由于结转房产的毛利率较高，这使得公司实现净利润 13.1 亿元，同比大幅增加 227.97 倍。

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

(%)	1Q18	1Q19	Ppt	2018	海通分析
毛利率	17.54	58.33	40.79	43.05	2019 年一季度公司项目结算毛利率较高
净利率	0.37	19.35	18.97	13.44	
资产负债率	81.12	65.89	-15.23	72.39	2019 年一季度公司负债减少
有息负债率	54.85	50.66	-4.18	52.66	
三项费用占收入比	20.51	2.77	-17.74	7.08	2019 年一季度销售代理服务费及融资规模减少所致
加权平均净资产收益率	0.05	9.10	9.05	22.68	
(百万元)	1Q18	1Q19	YOY%	2018	海通分析
总资产	27045.06	50915.02	88.26	56630.73	2019 年一季度公司部分项目满足收入结转条件，相应结转营业收入
净资产	3653.79	15062.28	312.24	13740.49	
货币现金	9268.01	13960.65	50.63	17604.64	
预收账款	7106.89	7754.41	9.11	11171.12	
一年内到期的非流动负债	5602.67	4252.85	-24.09	6852.06	2019 年一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金增加
经营活动现金流净额	-826.08	-3.81	—	8554.39	

资料来源：2018 年 1 季报、2019 年 1 季报、海通证券研究所

2019 年 4 月 26 日，公司公告称，2019 年 1-3 月，公司现有主要开发项目 31 个，新开工项目 1 个，新竣工项目 1 个，无新增项目储备。2019 年一季度，公司累计实现签约销售面积 7.95 万平，签约销售金额 49.3 亿元。2019 年一季度末，公司出租租金收入 1.48 亿元。

对公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	1Q18	1Q19	YOY%	海通分析
一、营业总收入	1530.50	6772.64	342.51	2019 年一季度公司房产结转收入增加
二、营业总成本	1627.52	4469.33	174.61	
营业成本	1262.08	2822.08	123.61	
营业税金及附加	44.18	1459.11	3202.32	2019 年一季度公司结转收入大幅增加且项目毛利率增加
销售费用	59.11	30.59	-48.25	2019 年一季度公司发生的销售代理服务费率较上年同期减少所致
管理费用	97.62	76.39	-21.75	
财务费用	157.14	80.75	-48.61	2019 年一季度公司融资规模较上年同期下降
资产减值损失	7.39	0.00	-100.00	
投资净收益	127.47	-33.39	-126.19	2019 年一季度公司计提对上海春日置业有限公司投资收益-2999.06 万元
三、营业利润	24.41	2318.68	9397.83	2019 年一季度公司结转房产毛利率较高使得营业利润增幅大于营收
加: 营业外收入	2.10	14.00	568.04	
减: 营业外支出	0.30	0.11	-63.58	
四、利润总额	26.21	2332.57	8799.48	2019 年一季度公司结转房产毛利率较高使得营业利润增幅大于营收
减: 所得税	12.46	607.34	4775.99	
五、净利润	13.75	1725.23	12443.07	
减: 少数股东损益	8.03	415.05	5067.19	
归属母公司净利润	5.72	1310.17	22797.33	2019 年一季度公司结转房产毛利率较高使得营业利润增幅大于营收
六、每股收益				
全面摊薄每股收益(元)	0.001	0.258	25700.00	

资料来源: 2018 年 1 季报、2019 年 1 季报、海通证券研究所

根据公司项目进度, 我们预计 2019 年公司合计结算面积约 50.31 万平, 合计结算收入 222.63 亿元; 2020 年, 我们预计将有更多项目进入结算, 合计结算面积 63.33 万平, 合计结算收入 280.20 亿元。

表 3 2019-2020 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表

项目	19 年结转面积预测值 (万平)	20 年结转面积预测值 (万平)	19 年结转收入预测值 (百万元)	20 年结转收入预测值 (百万元)
黄浦江沿岸 E8 单元 E17-4 地块商业办公项目	0.26	0.33	208.22	262.07
跑马山项目	1.10	1.39	165.62	208.45
罗家头项目	1.08	1.36	162.33	204.31
苏州燕回平门里项目	0.34	0.42	100.68	126.72
黄浦江沿岸 E10 单元 E07-2 地块住宅商业项目	0.31	0.39	247.67	311.72
黄浦江沿岸 E10 单元 E04-4 项目	0.78	0.98	620.27	780.69
黄浦江沿岸 E10 单元 E08-1 地块商业办公项目	0.21	0.27	170.96	215.17
黄浦江沿岸 W7 单元 0313-06 地块商业项目	0.09	0.11	71.23	89.66
杨浦区平凉社区 0215-03 地块商办楼项目	0.56	0.70	446.03	561.38
黄浦江沿岸 E8 单元 E15-3 地块项目	0.35	0.44	279.45	351.72
昆山中华园路商住楼项目 D 区	1.33	1.67	265.75	334.48
吉林中星总部基地项目	2.31	2.91	346.64	436.29
世博 E06-04A 地块 (世博北楼项目)	0.72	0.91	576.44	725.52
中美信托金融大厦	1.18	1.49	947.95	1193.10
南翔 08-01 地块	1.22	1.53	609.59	767.24
南翔 07-05 地块	0.28	0.36	142.47	179.31
潍坊路住宅项目	0.14	0.17	82.19	103.45
尚汇豪庭	3.56	4.48	3200.55	4028.28
南翔 10-01 地块	1.02	1.29	562.05	707.41
南站地区 278a-06 地块商品房项目	1.95	2.45	1168.77	1471.03
黄浦江沿岸 E10 单元 E04-02 地块	0.78	0.98	625.75	787.59
印象春城	6.38	8.03	3191.78	4017.24

古北香堤艺墅	1.21	1.52	966.58	1216.55
古北萃庭	1.61	2.03	968.22	1218.62
江阴中企上城	2.23	2.81	334.52	421.03
无锡誉品中城	4.03	5.08	605.14	761.64
杭州中企艮山府	2.12	2.67	849.32	1068.97
海耀商务中心	1.51	1.90	226.03	284.48
雪野家园	0.12	0.16	73.97	93.10
无锡燕尾山庄	0.60	0.75	119.18	150.00
美兰湖铂珺公馆	0.09	0.11	69.68	87.70
美兰湖铂珺公馆	0.02	0.02	14.01	17.63
星信名邸	0.32	0.41	194.25	244.49
雪野家园	0.09	0.12	73.98	93.12
海上御景苑	0.01	0.02	11.01	13.86
中星红庐	0.02	0.03	17.32	21.79
印象春城	0.15	0.19	106.08	133.52
印象春城	0.01	0.01	3.96	4.98
松江誉品谷水湾	0.00	0.00	2.60	3.27
香堤艺墅	0.14	0.18	113.28	142.58
香堤艺墅	0.01	0.01	8.57	10.79
香堤岭	0.00	0.00	3.12	3.93
嘉定萃庭	0.03	0.04	20.44	25.73
尚汇豪庭	0.18	0.22	176.30	221.90
上海公园道壹号	0.84	1.06	671.17	844.74
陆家嘴壹号院	0.38	0.47	300.82	378.62
中企环球世纪大厦	0.22	0.28	176.31	221.90
中企滨江金融中心	0.72	0.91	577.84	727.28
杭州垦山府	0.48	0.61	193.77	243.88
江阴中企上城	0.89	1.12	133.53	168.07
江阴中企上城	0.09	0.11	12.80	16.11
江阴尚海荟	0.06	0.07	8.72	10.97
江阴尚海荟	0.08	0.10	11.97	15.06
无锡中城誉品	1.35	1.70	202.96	255.45
无锡中城誉品	0.37	0.47	55.88	70.34
苏州中华园	0.50	0.63	124.96	157.27
苏州古北雅园	0.54	0.68	136.03	171.21
苏州古北雅园	0.08	0.10	20.27	25.52
燕尾山庄	0.09	0.11	13.65	17.18
昆山中企凯旋门	1.09	1.37	162.86	204.98
昆山城际 ABC	0.14	0.17	20.30	25.55
昆山清水湾	0.08	0.11	12.65	15.92
镇江南山墅	0.23	0.29	34.65	43.61
吉林中环滨江世纪	0.92	1.16	138.41	174.20
合肥中星城写字楼	0.38	0.48	57.21	72.01
合肥中星城酒店	0.13	0.17	20.16	25.37
合肥中星城商业	0.17	0.22	25.90	32.59
合计	50.31	63.33	22262.75	28020.35

资料来源：公司 2018 年年报、海通证券研究所

同时，假设公司 2019-2020 年的房地产租金收入、其他业务收入增速均为 10%，则可知公司 2019-2020 年合计营业总收入分别为 237.08 亿元和 296.10 亿元。

表 4 2019-2020 年公司分项目业务收入预测表 (百万元)

业务收入	2019E	2020E
房地产开发收入	22263	28020
房地产租金收入	715	786
其他业务收入	730	803
合计	23708	29610

注：业绩预测来自海通证券地产组盈利预测。

资料来源：公司 2018 年年报、海通证券研究所

投资建议：向房地产开发及综合服务商转型转型，“优于大市”评级。公司以房地产开发经营为主业，逐步从传统房地产开发商向房地产开发及综合服务商转型。公司通过实施资产重组，解决了困扰公司多年的同业竞争问题；通过引进华润置地控股、平安不动产作为战略投资者，优化公司运营管理水平 and 治理结构；通过注入优质资产，特别是上海区域的优质资源补充公司项目储备。我们预计公司 2019、2020 年 EPS 分别是 0.60 元和 0.71 元。我们给予公司 2019 年 11-14 倍的动态 PE，对应的合理价值区间为 6.60-8.40 元，维持公司“优于大市”评级。

表 5 上市地产公司的估值 (收盘价日期为 2019.4.30)

公司名称	EPS(元/股)		PE (倍)	
	2018	2019E	2018	2019E
南京高科	0.78	0.87	14.62	13.10
天健集团	0.54	0.64	13.06	11.02
均值			13.84	12.06

注：表中天健集团和南京高科 2019 年 EPS 预测值来自海通预测，2018 年 EPS 来自各上市公司年报。因海通地产组未撰写大名城跟踪报告超过一年以上，而 Wind 没有该公司的盈利预测的一致预期，从而不再覆盖该对标公司。南京高科为转型类上市公司，替换成为新的对标公司。

资料来源：上市公司 2018 年年报、海通证券研究所

风险提示：公司面临加息和政策调控两大风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	19285.85	23114.30	29042.12	35748.31
每股收益	0.51	0.60	0.71	0.83	营业成本	10984.01	13385.02	16785.29	20631.40
每股净资产	2.70	3.30	4.01	4.84	毛利率%	43.05%	42.09%	42.20%	42.29%
每股经营现金流	1.68	0.88	1.06	1.27	营业税金及附加	2628.25	3166.66	3978.77	4897.52
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	13.63%	13.70%	13.70%	13.70%
价值评估 (倍)					营业费用	270.50	346.71	609.88	1072.45
P/E	12.46	10.61	8.96	7.69	营业费用率%	1.40%	1.50%	2.10%	3.00%
P/B	2.35	1.92	1.58	1.31	管理费用	557.86	693.43	1074.56	1429.93
P/S	1.68	1.40	1.11	0.90	管理费用率%	2.89%	3.00%	3.70%	4.00%
EV/EBITDA	5.91	4.58	3.10	1.88	EBIT	4845.23	5522.48	6593.61	7717.01
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	537.65	496.01	604.01	712.01
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.79%	2.15%	2.08%	1.99%
毛利率	43.05%	42.09%	42.20%	42.29%	资产减值损失	137.72	0.00	0.00	0.00
净利润率	16.86%	16.47%	15.53%	14.69%	投资收益	470.41	410.79	451.86	497.05
净资产收益率	18.87%	18.14%	17.69%	17.08%	营业利润	4641.34	5437.25	6441.46	7502.05
资产回报率	4.58%	4.59%	4.55%	4.47%	营业外收支	65.52	0.00	0.00	0.00
投资回报率	62.96%	73.17%	101.92%	152.42%	利润总额	4706.86	5437.25	6441.46	7502.05
盈利增长 (%)					EBITDA	5109.47	5753.25	6804.04	7903.21
营业收入增长率	47.45%	19.85%	25.65%	23.09%	所得税	1455.21	1631.17	1932.44	2250.61
EBIT 增长率	208.79%	13.98%	19.40%	17.04%	有效所得税率%	30.92%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润增长率	211.45%	17.05%	18.47%	16.46%	少数股东损益	659.24	761.21	901.80	1050.29
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2592.41	3044.86	3607.22	4201.15
资产负债率	72.4%	70.7%	69.8%	69.0%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动比率	1.41	1.50	1.56	1.60	货币资金	17604.64	22643.84	29107.73	36543.74
速动比率	0.70	0.76	0.81	0.84	应收款项	127.13	180.29	226.52	278.83
现金比率	2.56	3.29	4.23	5.31	存货	21986.85	26418.94	32136.39	38441.22
经营效率指标					其它流动资产	481.41	481.41	481.41	481.41
应收帐款周转天数	2.85	2.85	2.85	2.85	流动资产合计	43702.11	53634.90	66855.02	81771.04
存货周转天数	867.98	720.43	698.81	680.08	长期股权投资	1623.79	1623.79	1623.79	1623.79
总资产周转率	0.33	0.38	0.40	0.41	固定资产	175.20	157.96	140.73	123.49
固定资产周转率	104.92	451.50	-157.09	-90.03	在建工程	14.29	28.56	42.82	57.09
					无形资产	74.92	71.76	65.07	58.72
					非流动资产合计	12928.62	12691.72	12475.17	12282.83
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	56630.73	66326.62	79330.19	94053.87
净利润	2592.41	3044.86	3607.22	4201.15	短期借款	40.00	40.00	40.00	40.00
少数股东损益	659.24	761.21	901.80	1050.29	应付账款	3761.84	5116.11	6415.79	7885.88
非现金支出	401.95	230.77	210.43	186.21	预收账款	11171.12	13388.71	16822.34	20706.83
非经营收益	-712.53	85.23	152.15	214.96	其它流动负债	610.32	610.32	610.32	610.32
营运资金变动	5613.32	335.78	538.31	792.24	流动负债合计	30999.82	35689.64	42984.18	51256.43
经营活动现金流	8554.39	4457.86	5409.92	6444.84	长期借款	4893.50	6093.50	7293.50	8493.50
资产	-48.64	6.13	6.13	6.13	其它长期负债	5102.18	5102.18	5102.18	5102.18
投资	-5122.16	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	9995.68	11195.68	12395.68	13595.68
其他	-2.54	-410.79	-451.86	-497.05	负债总计	40995.50	46885.32	55379.86	64852.10
投资活动现金流	-5173.33	-404.66	-445.73	-490.92	实收资本	5080.11	5080.11	5080.11	5080.11
债权募资	-2021.52	1200.00	1200.00	1200.00	普通股股东权益	13740.49	16785.35	20392.57	24593.71
股权募资	1967.82	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	1894.75	2655.96	3557.77	4608.05
其他	-1402.76	-1035.57	-604.01	-712.01	负债和所有者权益合计	56630.73	66326.62	79330.19	94053.87
融资活动现金流	-1456.46	164.43	595.99	487.99					
现金净流量	1924.60	4217.63	5560.17	6441.90					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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：我爱我家,中国恒大,浦东金桥,新湖中宝,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,世茂股份,国创高新,光明地产,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,中国海外发展,招商蛇口,金融街,蓝光发展,龙湖集团,融创中国,金地集团,天保基建,融信中国,北辰实业,电子城,张江高科,中南建设

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。