投资评级 优于大市 维持

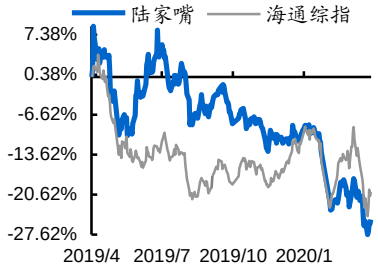
股票数据

03 月 30 日收盘价(元)	11.08
52 周股价波动（元）	10.01-20.88
总股本/流通 A 股（百万股）	4034/2933
总市值/流通市值（百万元）	44699/32498

相关研究

《业绩稳健，“一核两翼三城”格局成型》2019.08.19

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-3.6	-14.2	-16.9
相对涨幅（%）	3.2	-6.0	-8.2

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

归母净利润稳健增长，参与张江核心区建设

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 147.73 亿元，同比增加 16.89%；实现归母净利润约为 36.77 亿元，同比增长 9.76%。公司 2019 年度按每 10 股向全体股东分配现金红利人民币 4.56 元（含税）。

- **2019 年，受物业租赁收入和房产销售收入增加的推动，公司营收增加 16.89%，归母净利润增加 9.76%。**根据公司 2019 年年报披露：（1）2019 年，公司合并报表范围内长期在营物业租金现金流入合计 39.47 亿元；实现各类房产销售现金流入合计 43.29 亿元；实现 16.82 亿元物业管理收入；金融业务实现收入 19.46 亿元。（2）公司 2019 年度当年利润来源主要由房地产销售、租赁及金融业务组成。其中：长期持有物业出租毛利率为 78.05%；房地产销售毛利率为 64.22%；金融业务利润率为 57.71%。（3）公司 2019 年竣工总建筑面积 15.07 万平方米；新开工总建筑面积 149.47 万平方米。

- 报告期内，公司与控股股东陆家嘴集团共同出资东翌置业，公司持股比例为 60%，认缴出资额人民币 45 亿元。2019 年 7 月 25 日东翌置业以人民币 91.09 亿元竞得张江中区 56-01 、57-01、73-02、74-01 、75-02 地块及 57-02 公共绿地、学林路、卓慧路、百科路地下空间的国有建设用地使用权。该地块上地总面积约 8.99 万平方米，规划总建筑面积约 82.88 万平方米，土地用途为办公、商业及其他商服、租赁住房。

- 根据公司 2019 年年报披露：**2020 年，公司将全力以赴聚焦张江科学城核心区的项目建设。**公司 2020 年公司经营工作收入计划如下：房地产业务总流入 145.96 亿元，总流出 194.11 亿元（其土地储备及资产、股权收购款 56.72 亿元）。金融业务总流入 23.80 亿元，总流出 14.07 亿元。

- **投资建议。：“商业地产+商业零售+金融服务”一体化发展，“ 优于大市”评级。**公司积极打造“以商业地产为核心，以商业零售和金融服务为两翼，以浦东、天津、苏州为三城”的“一核两翼三城”发展格局。**截止 2019 年底，公司在营物业面积为 272 万平。**我们认为，随着上海国际金融中心建设推进，公司持有物业价值、出租率和租金有望不断上升。**公司完成收购陆金发 100% 股权后获得了 3 家持牌金融机构。**我们预计公司 2020 年、2021 年 EPS 分别是 1.00 元和 1.16 元，给予公司 2020 年 14-18 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 14.0-18.0 元，给予公司“优于大市”评级。

- **风险提示：**公司面临加息和政策调控风险，以及金融市场风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12639	14773	16880	20209	24082
(+/-)YoY(%)	35.5%	16.9%	14.3%	19.7%	19.2%
净利润(百万元)	3350	3677	4053	4667	5384
(+/-)YoY(%)	7.0%	9.8%	10.2%	15.2%	15.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.83	0.91	1.00	1.16	1.33
毛利率(%)	54.0%	59.4%	58.6%	58.9%	59.2%
净资产收益率(%)	20.8%	20.3%	18.3%	17.4%	16.7%

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 147.73 亿元，同比增加 16.89%；实现归母净利润约为 36.77 亿元，同比增长 9.76%。公司 2019 年度按每 10 股向全体股东分配现金红利人民币 4.56 元（含税）。

点评:

2019 年，受物业租赁收入和房产销售收入增加的推动，公司营收增加 16.89%，归母净利润增加 9.76%。2019 年，公司实现营业收入 147.73 亿元，同比增加 16.89%。其中房地产业务收入 128.27 亿元；金融业务收入 19.46 亿元。同期，公司实现归属上市公司净利润 36.77 亿元，同比增加 9.76%。

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	53.97	59.39	5.42	本期公司业务收入占比最大的房地产销售业务毛利率上升所致
净利率	26.51	24.89	-1.62	
资产负债率	70.82	68.22	-2.60	
有息负债率	63.09	64.92	1.83	
三项费用占收入比	12.12	10.00	-2.12	本期公司三项费用率下降
ROE	22.03	21.66	-0.37	
(百万元)	**2018**	**2019**	**YOY%**	**海通分析**
总资产	78112.65	91440.18	17.06	本期公司资产规模增加
净资产	16094.93	18119.23	12.58	
货币现金	3674.83	3607.24	-1.84	
预收账款	6040.66	3022.28	-49.97	
一年内到期的非流动负债	2205.33	1312.00	-40.51	
经营活动现金流净额	4317.38	517.37	-88.02	

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：2019 年，公司经营收入包括：（1）物业租赁收入。其中，合并报表范围内长期在营物业租金现金流入，合计 39.47 亿元。具体包括：办公物业租赁收入 31.99 亿元，同比增幅 8%。商业物业租赁收入为 4.43 亿元，同比增幅 85%。酒店物业营业收入为 1.41 亿元，比 2018 年减少 11%。住宅物业租赁收入 1.58 亿元，同比减少 1%。养老物业租赁收入 676 万元。（2）房产销售收入。公司实现各类房产销售现金流入合计 43.29 亿元。其中，住宅物业实现销售收入 39.7 亿元；办公物业实现现金流入 3.58 亿元。（3）物业管理及服务性收入。其中，合并报表范围内，公司实现 16.82 亿元物业管理收入，比 2018 年度同期增加 21.62%。（4）金融服务收入。2019 年度金融业务实现收入 19.46 亿元，占公司营业收入总额的 13.18%。

公司 2019 年度当年利润来源主要由房地产销售、租赁及金融业务组成。其中：长期持有物业出租毛利率为 78.05%；房地产销售毛利率为 64.22%；金融业务利润率为 57.71%。

项目投资方面，公司 2019 年竣工项目 2 个，总建筑面积 15.07 万平方米；新开工项目 10 个，总建筑面积 149.47 万平方米；续建项目 6 个，总建筑面积 81.31 万平方米；前期准备项目 6 个，总建筑面积 41.15 万平方米。

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	12638.77	14772.94	16.89	本期公司物业租赁收入和房产销售收入增加
二、营业总成本	8790.87	9281.79	5.58	
营业成本	5817.04	5999.26	3.13	本期公司业务收入占比最大的房地产销售业务毛利率上升所致
营业税金及附加	1226.84	1845.01	50.39	
销售费用	181.07	148.53	-17.97	
管理费用	362.78	346.09	-4.60	
财务费用	988.08	982.83	-0.53	
资产减值损失	215.07	-54.33	-125.26	
投资净收益	1555.63	601.22	-61.35	
三、营业利润	5434.68	6270.67	15.38	同上
加：营业外收入	60.68	71.35	17.58	
减：营业外支出	35.96	1.01	-97.20	
四、利润总额	5459.40	6341.01	16.15	
减：所得税	1354.32	1372.93	1.37	
五、净利润	4105.08	4968.08	21.02	同上
减：少数股东损益	754.84	1290.73	70.99	
归属母公司净利润	3350.25	3677.36	9.76	同上
六、每股收益				
全面摊薄每股收益(元)	0.83	0.91	9.76	

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：报告期内，公司投资额为 894573 万元，投资额增长幅度为 1149.30%。公司与控股股东陆家嘴集团共同出资东翌置业，公司持股比例为 60%，认缴出资额人民币 45 亿元；陆家嘴集团持股比例为 40%，认缴出资额人民币 30 亿元。2019 年 7 月 25 日东翌置业以人民币 91.09 亿元竞得张江中区 56-01 、57-01、73-02、74-01 、75-02 地块及 57-02 公共绿地、学林路、卓慧路、百科路地下空间的国有建设用地使用权。该地块上地总面积约 8.99 万平方米，规划总建筑面积约 82.88 万平方米，土地用途为办公、商业及其他商服、租赁住房。

根据公司 2019 年年报披露：2020 年，公司将全力以赴聚焦张江科学城核心区的项目建设。2020 年公司经营工作收入计划如下：房地产业务总流入 145.96 亿元，总流出 194.11 亿元（其土地储备及资产、股权收购款 56.72 亿元）。金融业务总流入 23.80 亿元，总流出 14.07 亿元。

投资建议："商业地产+商业零售+金融服务"一体化发展，" 优于大市"评级。公司积极打造"以商业地产为核心，以商业零售和金融服务为两翼，以浦东、天津、苏州为三城"的"一核两翼三城"发展格局。**截止 2019 年底，公司在营物业面积为 272 万平。**我们认为，随着上海国际金融中心建设推进，公司持有物业价值、出租率和租金有望不断上升。**公司完成收购陆金发 100%股权后获得了 3 家持牌金融机构。**我们预计公司 2020 年、2021 年 EPS 分别是 1.00 元和 1.16 元，给予公司 2020 年 14-18 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 14.0-18.0 元，给予公司"优于大市"评级。

表 3 上海自贸区相关的上市公司的估值（收盘价日期为 2020.3.30）

代码	上市公司	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2020E	2021E	2020E	2021E
600648.SH	外高桥	0.83	0.90	17.48	16.12
600639.SH	浦东金桥	1.10	1.27	10.89	9.43
均值				14.19	12.78

注：表中相关上市公司 2020 年、2021 年 EPS 取自海通地产预测。原可比公司张江高科已不再覆盖，且 Wind 没有一致预期，因此去除。
资料来源：海通证券研究所

表 4 公司 RNAV 估值表（百万元）

地产业务净权益增加值（百万元）	26376.96
出租和自营业务净权益增加值（百万元）	21200.70
金融业净权益增加值（百万元）	8741.60
物业管理等业务净权益增加值（百万元）	1636.25
2019 年净资产账面价值（百万元）	18119.23
NAV（百万元）	76074.74
股本（百万股）	4034.20
RNAV（元/股）	18.86

资料来源：公司 2019 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风险，以及金融市场风险。

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	0.91	1.00	1.16	1.33
每股净资产	4.49	5.49	6.65	7.99
每股经营现金流	0.13	1.66	1.86	2.17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	12.16	11.03	9.58	8.30
P/B	2.47	2.02	1.67	1.39
P/S	3.03	2.65	2.21	1.86
EV/EBITDA	11.40	9.65	7.66	6.11
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	59.4%	58.6%	58.9%	59.2%
净利润率	24.9%	24.0%	23.1%	22.4%
净资产收益率	20.3%	18.3%	17.4%	16.7%
资产回报率	4.0%	4.3%	4.8%	5.2%
投资回报率	8.7%	9.3%	10.4%	11.4%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	16.9%	14.3%	19.7%	19.2%
EBIT 增长率	27.4%	13.4%	18.0%	17.9%
净利润增长率	9.8%	10.2%	15.2%	15.4%
偿债能力指标				
资产负债率	68.2%	63.2%	58.2%	53.5%
流动比率	0.9	1.2	1.0	1.2
速动比率	0.3	0.5	0.4	0.5
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	12.8	12.8	12.8	12.8
存货周转天数	1389.3	1180.9	956.5	798.7
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	8.6	5.5	3.2	2.3

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3677	4053	4667	5384
少数股东损益	1291	1351	1726	2094
非现金支出	126	160	356	630
非经营收益	-137	217	233	352
营运资金变动	-4440	902	516	313
经营活动现金流	**517**	**6682**	**7498**	**8774**
资产	-8818	-2922	-3815	-5366
投资	-1468	-100	-110	-121
其他	1853	761	837	921
投资活动现金流	**-8433**	**-2261**	**-3087**	**-4566**
债权募资	8562	-2567	-2355	-1841
股权募资	3000	0	0	0
其他	-3669	-862	-1056	-1367
融资活动现金流	**7893**	**-3429**	**-3411**	**-3208**
现金净流量	**-26**	**993**	**1000**	**1000**

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**14773**	**16880**	**20209**	**24082**
营业成本	5999	6984	8305	9836
毛利率%	59.4%	58.6%	58.9%	59.2%
营业税金及附加	1845	2026	2526	3131
营业税金率%	12.5%	12.0%	12.5%	13.0%
营业费用	149	169	243	337
营业费用率%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%
管理费用	346	405	525	626
管理费用率%	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%
EBIT	6434	7296	8611	10153
财务费用	983	1019	1115	1321
财务费用率%	6.7%	6.0%	5.5%	5.5%
资产减值损失	-54	10	11	12
投资收益	601	661	727	800
营业利润	**6271**	**7032**	**8327**	**9746**
营业外收支	70	77	85	94
利润总额	**6341**	**7110**	**8412**	**9840**
EBITDA	6600	7446	8956	10771
所得税	1373	1706	2019	2362
有效所得税率%	21.7%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	1291	1351	1726	2094
归属母公司所有者净利润	**3677**	**4053**	**4667**	**5384**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3607	4600	5600	6600
应收账款及应收票据	500	593	710	846
存货	24562	22597	21763	21523
其它流动资产	8936	9178	9319	9483
流动资产合计	37605	36968	37392	38451
长期股权投资	8858	8858	8858	8858
固定资产	1617	4467	8022	12864
在建工程	0	0	0	0
无形资产	38	38	38	38
非流动资产合计	53835	56775	60429	65380
资产总计	**91440**	**93743**	**97821**	**103831**
短期借款	13023	3457	11102	4151
应付票据及应付账款	2566	2366	2251	2132
预收账款	3022	2763	2977	3193
其它流动负债	22624	22356	22197	22472
流动负债合计	41235	30941	38526	31948
长期借款	10785	10985	11085	11195
其它长期负债	10363	17363	7363	12363
非流动负债合计	21148	28348	18448	23558
负债总计	**62383**	**59289**	**56974**	**55506**
实收资本	4034	4034	4034	4034
普通股股东权益	18119	22165	26832	32217
少数股东权益	10938	12288	14015	16108
负债和所有者权益合计	**91440**	**93743**	**97821**	**103831**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 30 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,世茂股份,浦东金桥,华润置地,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,华侨城 A,新湖中宝,国创高新,中国恒大,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

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。	类　别	评　级	说　明
	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。