

评级: 买入(维持)

市场价格: 4.19 元

分析师: 倪一琛

执业证书编号: S0740517100003

电话: 021-20315288

Email: niyc@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1499.69
流通股本(百万股)	1499.69
市价(元)	4.19
市值(百万元)	6283.68
流通市值(百万元)	11328.39

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,083.31	4,757.69	5,366.67	6,032.14	6,973.15
增长率(%)	30.45	54.30	12.80	12.40	15.60
EBITDA (百万元)	935.20	1,906.11	2,033.88	2,806.88	3,192.06
净利润 (百万元)	545.36	881.46	1,184.75	1,425.43	1,604.19
增长率(%)	84.40	61.63	34.41	20.31	12.54
EPS (元/股)	0.36	0.59	0.79	0.95	1.07
市盈率 (P/E)	11.52	7.13	5.30	4.41	3.92
市净率 (P/B)	1.16	1.03	0.85	0.72	0.63
市销率 (P/S)	2.04	1.32	1.17	1.04	0.90
EV/EBITDA	14.00	5.15	4.04	3.51	3.24

备注:

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2019 年半年报, 上半年实现营收 23.27 亿, 同比+4.70%; 归母净利润 2.36 亿, 同比-26.10%, 基本 EPS0.16 元/股。

■ **营收稳健, 短期业绩有所下滑, 财务稳健杠杆低**

1) **短期业绩下滑**因期内结算项目毛利较低: 公司 2019H1 营收 23.27 亿, 同比+4.70%; 归母净利润 2.36 亿, 同比-26.10%, 毛利率由 2018 年底的 56.97% 大幅降低至 35.47%, 主要由于本期房地产业务结转的动迁配套房项目毛利率较低所致, 净利率由 2018 年底的 18.53% 降低至 10.13%, 主要由于本期融资增加, 对应利息支出增加, 财务费用同比增加 283.31%, 同时销售费用、管理费用同比增长 23.93% 和 42.52%; 2) **财务健康杠杆处低位:** 报告期末公司账上货币资金 42.10 亿, 同比-32.84%, 主要因为偿还到期的长期借款, 但货币资金依然为短期借款加一年内到期有息债的 2.95 倍, 安全边际较高; 此外, 截至报告期末, 公司剔除预收账款后资产负债率由 18 年末的 63.37% 降至 56.94%; 净负债率由于新增借款, 由 18 年末的 37.04% 升至 45.94%, 但总体依然处于行业低位。

■ **地产业务销售放量, 未结项目充足、业绩有支撑**

1) **销售大增:** 2019 年 1-6 月, 公司合同销售面积 7.76 万平方米, 同比增加 322.32%; 合同销售收入 26.89 亿元, 同比增加 172.65%; 2) **可售资源依旧丰富:** 公司现有项目梦之悦、梦之缘、前滩后院、梦之星和梦之月共有可售建面 19.5 万方, 加上嘉定区域两块土地合计 15.1 万方, 合计未售建筑面积 34.6 万方; 3) **已售未结资源充足:** 报告期末, 公司账上预收账款 38.33 亿, 较 18 年末增长 34.01%, 主要是售房预收款, 对未来业绩有支撑。

■ **不动产资管收入提升, 公募 REITs 想象空间大**

1) **资管业务保持增长:** 2019H1 公司不动产资管业务收入 3.25 亿, 同比增长 9.35%; 其中管理及咨询服务费收入 2.46 亿元, 同比减少 8.41%; 其他收入 0.36 亿元, 同比增长 25.82%; 在受资管新规影响下, 管理规模与去年大体持平, 但公司依然凭借卓越的运营实现收入的正增长, 同时也实现了 0.43 亿的超额管理费收入。2) **公募 REITs 或推出在即:** 18 年类 REITs 产品尝试频出不穷, 政策层面上 19 年以来各方面密集表态: 3 月底, 国务院发展研究中心证券化 REITs 课题组秘书长王步芳表示, “公募 REITs 首批试点产品近期将推出”; 4 月 8 日, 深交所表示 “积极推进公募 REITs 进程”; 6 月 27 日中国 REITs 论坛上全国政协委员、中国证监会原主席肖钢表示发展公募 REITs 势在必行。我们预计公募 REITs 大概率在未来几个月内推出试点, 以国内现有不动产管理规模与水平看, 行业发展尚处初级阶段, 公司作为行业龙头竞争优势明显, 成长前景可期。

■ **投资建议:** 公司 19 年 H1 净利润有所下滑, 主要由房地产开发业务毛利率下降和财务费用大幅增长所致; 但公司现有存量可售资源依旧充裕, 未来短期内业绩高增依然有支撑; 资管业务方面, 公司不动产管理费收入提升, 资管规模维持稳定, 在光大安石团队接手管理层后, 其管理优势及行业地位将得到进一步凸显, 此外, 由于公司作为 A 股稀缺的 REITs 标的, 也将持续受益于存量资产管理的崛起及公募 REITs 推进的预期。由于公积金转增, 我们调整公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.79 元、0.95 元、1.07 元, 分别对应 PE5.30X、4.41X、3.92X, 维持 “买入” 评级。

■ **风险提示:** 公募 REITs 试点推出进度低于预期, 房地产开发业务销售去化低于预期。

图表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,204.10	6,268.50	6,976.68	7,841.78	9,065.10	营业收入	3,083.31	4,757.69	5,366.67	6,032.14	6,973.15
应收账款	235.02	533.65	251.97	631.07	428.46	营业成本	1,721.78	2,047.33	2,462.77	2,640.27	3,043.78
预付账款	311.45	175.70	388.55	245.70	468.57	营业税金及附加	181.85	618.43	739.98	568.87	598.61
存货	5,780.30	7,174.10	5,758.71	5,759.31	4,564.69	营业费用	81.94	114.40	206.70	197.31	276.22
其他	373.19	504.65	622.05	748.07	878.70	管理费用	270.95	409.99	455.65	493.27	591.59
流动资产合计	9,904.06	14,656.60	13,997.95	15,225.94	15,405.52	财务费用	26.50	249.50	249.54	466.56	699.72
长期股权投资	466.44	3,779.48	4,940.72	6,431.68	8,420.10	资产减值损失	(11.25)	(4.29)	(2.31)	(3.99)	(0.91)
固定资产	203.49	214.88	241.75	280.67	298.83	公允价值变动收	16.18	(13.58)	(1.73)	0.29	(5.01)
在建工程	0.00	3,127.67	4,170.23	5,560.30	7,413.74	投资净收益	67.85	307.62	472.68	585.13	626.98
无形资产	4.11	421.76	584.83	828.41	1,000.63	其他	(183.16)	(589.30)	(941.89)	(1,170.84)	(1,243.95)
其他	2,872.27	2,899.07	5,803.21	7,749.75	9,648.45	营业利润	910.68	1,617.58	1,725.29	2,255.27	2,386.11
非流动资产合计	3,546.31	10,442.86	15,740.73	20,850.81	26,781.74	营业外收入	7.61	1.76	1.70	3.63	5.94
资产总计	13,450.38	25,099.46	29,836.07	36,206.60	42,358.12	营业外支出	0.15	0.88	0.47	0.12	0.71
短期借款	0.00	0.00	2,203.53	2,678.52	4,348.24	利润总额	918.14	1,618.47	1,726.52	2,258.78	2,391.34
应付账款	1,596.13	3,330.10	2,347.95	3,669.66	3,013.81	所得税	239.71	448.84	451.78	582.99	645.18
其他	4,361.71	6,161.02	6,665.70	6,289.84	7,555.01	净利润	678.43	1,169.63	1,274.74	1,675.79	1,746.16
流动负债合计	5,957.84	9,491.12	11,217.18	12,638.02	14,917.06	少数股东损益	133.07	288.17	90.00	250.36	141.96
长期借款	500.00	3,874.56	6,144.98	9,599.48	11,902.65	归属于母公司净	545.36	881.46	1,184.75	1,425.43	1,604.19
应付债券	889.08	2,651.00	1,367.24	978.23	1,023.00	每股收益(元)	0.36	0.59	0.79	0.95	1.07
其他	39.12	935.39	1,278.00	1,522.00	1,684.00						
非流动负债合计	1,428.20	7,460.96	8,790.22	12,099.71	14,609.65	主要财务比率					
负债合计	7,386.04	16,952.07	20,007.40	24,737.73	29,526.71		2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	625.10	2,044.72	2,107.72	2,358.08	2,500.04	成长能力					
股本	887.39	1,153.60	1,499.69	1,499.69	1,499.69	营业收入	30.45%	54.30%	12.80%	12.40%	15.60%
资本公积	2,034.66	1,768.44	2,084.75	2,309.37	2,197.06	营业利润	149.08%	77.62%	6.66%	30.72%	5.80%
留存收益	4,475.78	4,904.67	5,875.19	7,265.03	8,485.60	归属于母公司净	84.40%	61.63%	34.41%	20.31%	12.54%
其他	(1,958.59)	(1,724.05)	(2,084.75)	(2,309.37)	(2,197.06)	获利能力					
股东权益合计	6,064.33	8,147.39	9,482.59	11,122.79	12,485.33	毛利率	44.16%	56.97%	54.11%	56.23%	56.35%
负债和股东权益	13,450.38	25,099.46	29,489.99	35,860.52	42,012.04	净利率	17.69%	18.53%	22.08%	23.63%	23.01%
						ROE	10.03%	14.44%	16.06%	16.26%	16.07%
						ROIC	32.74%	52.27%	15.53%	21.70%	18.29%
						偿债能力					
						资产负债率	54.91%	67.54%	67.84%	68.98%	70.28%
						净负债率	52.89%	33.79%	14.75%	12.31%	7.16%
						流动比率	1.66	1.54	1.25	1.20	1.03
						速动比率	0.69	0.79	0.73	0.75	0.73
						营运能力					
						应收账款周转率	14.68	12.38	13.66	13.66	13.16
						存货周转率	0.48	0.73	0.83	1.05	1.35
						总资产周转率	0.22	0.25	0.20	0.18	0.18
						每股指标(元)					
						每股收益	0.36	0.59	0.79	0.95	1.07
						每股经营现金流	0.83	1.18	2.12	1.15	2.88
						每股净资产	3.63	4.07	4.92	5.84	6.66
						估值比率					
						市盈率	11.52	7.13	5.30	4.41	3.92
						市净率	1.16	1.03	0.85	0.72	0.63
						EV/EBITDA	14.00	5.15	4.04	3.51	3.24
						EV/EBIT	14.19	5.27	4.16	3.62	3.35

来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。