

投资评级 优于大市 维持

业绩稳健增长，聚焦一二线城市

股票数据

08月23日收盘价(元)	3.98
52周股价波动(元)	3.54-5.95
总股本/流通A股(百万股)	3751/3751
总市值/流通市值(百万元)	14930/14930

相关研究

《塑造一二线，核心商业地产龙头》
2018.10.16

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.4	-11.4	-9.5
相对涨幅(%)	-4.2	-11.0	-16.1

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:谢盐

Tel:(021)23219436

Email:xiey@htsec.com

证书:S0850511010019

投资要点:

- 事件。**公司公布2019年半年报。报告期内，公司实现营业收入128.21亿元，同比增加5.54%；归属于上市公司股东的净利润15.86亿元，同比增加9.80%；实现基本每股收益0.42元。
- 2019年上半年，受物业管理和住宅销售收入增加的推动，公司营收增加5.54%，归母净利润增加9.80%。**根据公司2019年半年报披露：（1）2019年上半年，公司合并报表范围内主营业务收入（现金流入），合计128.21亿元。其中，房地产营业收入124.62亿元，同比增幅5.57%；其他营业收入为3.59亿元，同比增幅4.68%。（2）2019年上半年，公司实现住宅销售收入94.48亿元；商业地产销售收入26.60亿元；房地产租赁收入3.55亿元；酒店服务业务收入1.25亿元；物业管理收入2.23亿元；其他业务收入1139.55万元。（3）2019年上半年，公司实现签约额122亿元，同比减少24%；实现销售签约面积约57万平方米，同比减少34%。根据公司2019年半年报披露：2019年上半年，房地产开工面积约87万平方米；竣工面积约38万平方米；房地产出租面积约153万平方米，取得租金收入约3.55亿元，综合出租率约88%。截止2019年上半年，公司共持有在建/待建的土地储备面积超过1391万平方米。
- 投资建议。**布局一二线城市，打造商业地产龙头，给予“优于大市”评级。公司是世茂集团下属的集综合商业地产开发销售、运营管理等多个业务板块于一体的综合地产上市公司。公司聚焦长三角、环渤海及海西等地区的一、二线经济发达城市。截止2019年上半年，公司共持有在建/待建的土地储备面积超过1391万平方米。我们预计公司2019-2020年EPS将是0.76元和0.90元，对应RNAV是18.74元。参考同行业相关上市公司近期估值水平，我们给予公司2019年6-7倍动态PE，对应的合理价值区间为4.56-5.32元，维持公司“优于大市”评级。
- 风险提示：**公司面临销售不达标和销售价格下行风险，以及经济下行影响商办物业租赁风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18669	20674	26243	32021	38937
(+/-)YoY(%)	36.2%	10.7%	26.9%	22.0%	21.6%
净利润(百万元)	2227	2404	2841	3364	3977
(+/-)YoY(%)	5.2%	8.0%	18.2%	18.4%	18.2%
全面摊薄EPS(元)	0.59	0.64	0.76	0.90	1.06
毛利率(%)	44.9%	44.6%	44.8%	44.7%	44.5%
净资产收益率(%)	10.2%	10.2%	10.9%	11.7%	12.2%

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 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入 128.21 亿元, 同比增加 5.54%; 归属于上市公司股东的净利润 15.86 亿元, 同比增加 9.80%; 实现基本每股收益 0.42 元。

点评:

2019 年上半年, 受物业管理和住宅销售收入增加的推动, 公司营收增加 5.54%, 归母净利润增加 9.80%。 2019 年上半年, 公司实现营业收入 128.21 亿元, 同比增加 5.54%。其中物业销售收入 121.07 亿元, 非物业销售收入 7.14 亿元, 占公司整体营业收入的 5.57%; 同期, 公司实现归母净利润 15.86 亿元, 同比增加 9.80%。

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

(%)	1H18	1H19	Pct	2018	海通分析
毛利率	40.66	30.65	-10.02	44.56	本期公司物业结算毛利率较低
净利率	11.89	12.37	0.48	11.63	
资产负债率	53.02	60.59	7.57	58.65	本期公司关联往来款和应付工程款增加
有息负债率	50.80	58.35	7.55	53.64	
三项费用占收入比	5.69	5.57	-0.12	7.77	本期公司销售费用减少
ROE	6.42	6.47	0.05	10.58	
(百万元)	1H18	1H19	YOY%	2018	海通分析
总资产	94512.26	119019.35	25.93	108320.25	本期公司资产规模增加
净资产	23338.87	25283.25	8.33	23676.18	
货币现金	11609.32	12609.87	8.62	10349.10	本期公司结转收入增加
预收账款	2098.16	2671.73	27.34	5422.20	
一年内到期的非流动负债	4452.43	3700.73	-16.88	4216.54	本期公司发行中期票据和公司债
经营活动现金流净额	-5112.84	4076.37	-179.73	3978.21	本期公司收到经营性往来款增加

资料来源: 2018 年半年报、2018 年年报、2019 年半年报、海通证券研究所

根据公司 2019 年半年报披露: (1) 2019 年上半年, 公司合并报表范围内主营业务收入 (现金流入), 合计 128.21 亿元。其中, 房地产营业收入 124.62 亿元, 同比增幅 5.57%; 其他营业收入为 3.59 亿元, 同比增幅 4.68%。(2) 2019 年上半年, 公司实现住宅销售收入 94.48 亿元; 商业地产销售收入 26.60 亿元; 房地产租赁收入 3.55 亿元; 酒店服务业务收入 1.25 亿元; 物业管理收入 2.23 亿元; 其他业务收入 1139.55 万元。(3) 2019 年上半年, 公司实现签约额 122 亿元, 同比减少 24%; 实现销售签约面积约 57 万平方米, 同比减少 34%。根据公司 2019 年半年报披露: 2019 年上半年, 房地产开工面积约 87 万平方米; 竣工面积约 38 万平方米; 房地产出租面积约 153 万平方米, 取得租金收入约 3.55 亿元, 综合出租率约 88%。截止 2019 年上半年, 公司共持有在建/待建的土地储备面积超过 1391 万平方米。

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	1H2018	1H2019	YOY%	海通分析
一、营业总收入	12147.71	12820.83	5.54	本期公司物业结算增加
二、营业总成本	9106.12	10312.17	13.24	
营业成本	7207.94	8891.66	23.36	本期公司结算物业毛利率较低
营业税金及附加	1205.93	702.04	-41.78	本期公司营业税金及附加减少
销售费用	277.46	253.14	-8.77	本期公司加强费用管理, 控制开支
管理费用	320.57	359.44	12.13	本期公司行政费用增加
财务费用	92.75	101.53	9.46	本期公司融资规模增加
资产减值损失	1.47	0.00	-100.00	
投资净收益	15.39	145.27	—	
三、营业利润	3348.25	3103.80	-7.30	本期公司物业结算毛利率较低使得营业利润负增长
加: 营业外收入	13.72	29.72	116.53	本期公司政府补助等营业外收入增加
减: 营业外支出	19.69	18.49	-6.07	
四、利润总额	3342.29	3115.03	-6.80	
减: 所得税	848.36	754.83	-11.03	
五、净利润	2493.93	2360.20	-5.36	
减: 少数股东损益	1049.59	774.31	-26.23	
归属母公司净利润	1444.34	1585.89	9.80	本期公司少数股东损益占比下降
六、每股收益				
全面摊薄每股收益(元)	0.39	0.42	7.69	

资料来源: 2018 年半年报、2019 年半年报、海通证券研究所

投资建议: 布局一二线城市, 打造商业地产龙头, 给予“优于大市”评级。 公司是世茂集团下属的集综合商业地产开发销售、运营管理等多个业务板块于一体的综合地产上市公司。公司聚焦长三角、环渤海及海西等地区的一、二线经济发达城市。截止 2019 年上半年, 公司共持有在建/待建的土地储备面积超过 1391 万平方米。我们预计公司 2019-2020 年 EPS 将是 0.76 元和 0.90 元, 对应 RNAV 是 18.74 元。参考同行业相关上市公司近期估值水平, 我们给予公司 2019 年 6-7 倍动态 PE, 对应的合理价值区间为 4.56-5.32 元, 维持公司“优于大市”评级。

表 3 公司 RNAV 估值

地产业务净权益增加值 (百万元)	38912.13
出租和自营业务 (百万元)	4216.23
其他业务净权益增加值 (百万元)	3478.50
2018 年净资产账面价值 (百万元)	23676.18
NAV (百万元)	70283.05
股本 (百万股)	3751.17
每股 RNAV (元/股)	18.74

资料来源: 公司 2018 年年报、海通证券研究所

表 4 上市地产公司业绩及其估值表 (收盘价日期为 2019.8.23)

序号	项目	总市值 (亿元)	2019 年 EPS (元/股)	2019 年 PE (倍)
000402.SZ	金融街	227.16	1.24	6.13
601588.SH	北辰实业	110.97	0.44	7.98
	平均			7.05

注: 2019 年 EPS 预测来自海通地产。

资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

风险提示: 公司面临销售不达标和销售价格下行风险, 以及经济下行影响商办物业租赁风险。

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	20674	26243	32021	38937
每股收益	0.64	0.76	0.90	1.06	营业成本	11462	14476	17718	21604
每股净资产	6.31	6.93	7.69	8.67	毛利率%	44.6%	44.8%	44.7%	44.5%
每股经营现金流	1.06	1.77	2.01	2.42	营业税金及附加	1832	2362	2882	3504
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
价值评估 (倍)					营业费用	705	919	1121	1363
P/E	5.87	5.25	4.44	3.75	营业费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	0.60	0.57	0.52	0.46	管理费用	694	919	1217	1480
P/S	0.72	0.57	0.47	0.38	管理费用率%	3.4%	3.5%	3.8%	3.8%
EV/EBITDA	3.68	2.59	1.62	0.73	EBIT	5982	7568	9084	10987
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	208	239	165	57
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	0.9%	0.5%	0.1%
毛利率	44.6%	44.8%	44.7%	44.5%	资产减值损失	-78	0	0	0
净利润率	11.6%	10.8%	10.5%	10.2%	投资收益	79	150	79	87
净资产收益率	10.2%	10.9%	11.7%	12.2%	营业利润	6827	7479	8998	11017
资产回报率	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	营业外收支	-184	-203	-223	-245
投资回报率	8.2%	10.7%	13.3%	16.6%	利润总额	6642	7276	8775	10772
盈利增长 (%)					EBITDA	6106	7588	9114	11025
营业收入增长率	10.7%	26.9%	22.0%	21.6%	所得税	1916	2110	2545	3124
EBIT 增长率	26.9%	26.5%	20.0%	21.0%	有效所得税率%	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%
净利润增长率	8.0%	18.2%	18.4%	18.2%	少数股东损益	2322	2325	2866	3671
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2404	2841	3364	3977
资产负债率	58.6%	60.2%	61.1%	61.6%					
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.5	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	货币资金	10349	15467	21328	28582
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.4	应收账款及应收票据	2766	2642	3224	3921
经营效率指标					存货	54218	61881	70436	80729
应收帐款周转天数	36.8	36.8	36.8	36.8	其它流动资产	4440	5780	6975	8407
存货周转天数	1345.0	1560.2	1451.0	1364.0	流动资产合计	71773	85770	101964	121640
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	长期股权投资	846	846	846	846
固定资产周转率	12.2	13.9	14.8	16.8	固定资产	1704	2084	2254	2376
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	293	293	293	293
					非流动资产合计	36547	38427	39897	41219
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	108320	124197	141861	162859
净利润	2404	2841	3364	3977	短期借款	0	1000	1500	1500
少数股东损益	2322	2325	2866	3671	应付票据及应付账款	10873	13107	16042	19560
非现金支出	46	20	30	38	预收账款	5422	6883	8398	10212
非经营收益	-38	540	662	700	其它流动负债	28239	34339	40827	48600
营运资金变动	-756	916	606	684	流动负债合计	44534	55329	66768	79873
经营活动现金流	3978	6642	7529	9069	长期借款	6738	7188	7683	8228
资产	-8322	-603	-423	-405	其它长期负债	12254	12254	12254	12254
投资	-2398	-1500	-1300	-1200	非流动负债合计	18992	19442	19937	20482
其他	-287	150	79	87	负债总计	63526	74771	86705	100355
投资活动现金流	-11007	-1953	-1644	-1518	实收资本	3751	3751	3751	3751
债权募资	3003	1000	500	545	普通股股东权益	23676	25983	28847	32524
股权募资	7188	0	0	0	少数股东权益	21118	23443	26309	29980
其他	-2021	-571	-523	-841	负债和所有者权益合计	108320	124197	141861	162859
融资活动现金流	8170	429	-23	-297					
现金净流量	1138	5118	5862	7254					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 23 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,光大嘉宝,华侨城 A,中国国贸,新潮中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,光明地产,中华企业,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,中骏集团控股,旭辉控股集团,融创中国,华发股份,中国海外发展,金融街,龙湖集团,招商蛇口,金地集团,蓝光发展,电子城,融信中国,天保基建,外高桥,北辰实业

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。