

投资评级 中性 调低

疫情影响短暂，自贸区建设不断完善

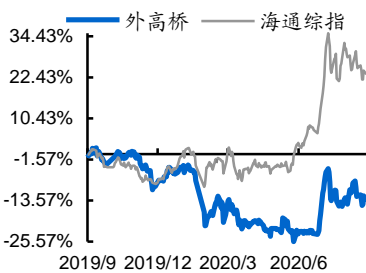
股票数据

09月03日收盘价(元)	15.55
52周股价波动(元)	13.65-19.04
总股本/流通A股(百万股)	1135/935
总市值/流通市值(百万元)	17655/17655

相关研究

《归母净利稳健增长，自贸区运营商逐步成型》2020.04.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.8	4.5	11.5
相对涨幅(%)	-1.8	-4.5	-9.5

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:

- 公司公布2020年半年报。报告期内，公司实现营业收入42.8亿元，同比减13.6%；归属于上市公司股东的净利润3.79亿元，同比减少44.8%。
- **2020年上半年，公司营收同比减少13.6%，归母净利润同比减少44.8%。**(1) 2020年上半年，公司完成营业总收入43.09亿元，完成年度预算的40.1%；归属上市公司股东净利润3.79亿元，净资产收益率3.53%。(2) 在营业总收入中，房地产租赁收入为6.15亿元，占比14%；房地产转让出售业务收入为10.97亿元，占比26%；贸易物流收入为20.23亿元，占比47%；制造、服务金融和其他业务收入为5.74亿元，占比13%。(3) 报告期内，公司根据疫情防控各项要求，加快推进25个在建工地全面复工复产，涉及项目建筑面积26.9万平方米，投资总额49.8亿元，实现区域开发建设投资7.49亿元。(4) 报告期内，公司完成实到外资12.6亿，完成年度目标的50.4%；新增内资企业注册资本184.2亿，完成目标的73.7%；新增跨国公司地区总部6家，完成目标的50%，同时储备了多个总部项目。(5) 沃尔玛山姆会员全球旗舰店、利勃海尔总部大楼、森兰电竞馆等项目全面开工建设，百济神州医药研发中心、埃地沃兹研发中心等项目进场装修。日本迪思科营运总部等项目正式开业。交银航空租赁、西门子能源等项目完成增资，梅开二度。东航股份、民生租赁等36家SPV项目落地。(6) 在去年底，公司25亿元摘牌祝桥镇核心区03单元H-5、H-14地块基础上，上半年，公司完成邮轮供应链、森筑置业和申水德源等3个股权投资项目。
- **投资建议：受益自贸区建设，调低至“中性”评级。**公司所在上海外高桥保税区是自贸区政策和制度创新的先导区，公司总开发土地面积达到20平方公里，持有经营性房产项目总建筑面积约446万平方米，资源优势明显。公司拥有五大业务板块：园区产业开发板块、商业办公地产板块、贸易物流服务板块、文化产业投资板块、金融服务业务板块。我们预计公司2020、2021年EPS分别是0.80元和0.97元。我们认为，公司将受益于自贸区推进进程，并受到政策红利、产业升级、地价重估、定位转变和职能升级五大利好，给予公司2020年14-18倍动态PE估值，对应合理价值区间11.2-14.4元，调低至“中性”评级。
- **风险提示：**公司租售业务面临政策调控的风险，以及园区平台业务拓展不顺风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7797	9005	9475	10997	12631
(+/-)YoY(%)	-13.5%	15.5%	5.2%	16.1%	14.9%
净利润(百万元)	818	875	904	1097	1223
(+/-)YoY(%)	7.8%	7.0%	3.3%	21.3%	11.5%
全面摊薄EPS(元)	0.72	0.77	0.80	0.97	1.08
毛利率(%)	26.7%	29.4%	27.6%	29.5%	31.1%
净资产收益率(%)	7.6%	8.3%	7.9%	8.7%	8.9%

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

表 1 上海自贸区相关的上市公司的估值(收盘价日期为 2020.9.3)

代码	股价(元/股)	EPS(元/股)		PE(倍)	
		2019	2020E	2019	2020E
浦东金桥	14.50	0.97	1.22	13.96	11.10
中新集团	12.06	0.72	0.90	16.46	13.17
均值				15.21	12.13

注:表中浦东金桥和中新集团 2020 年 EPS 预测值来自海通预测。

资料来源:Wind、海通证券研究所

风险提示: 公司租售业务面临政策调控的风险,以及园区平台业务拓展不顺风险。

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	9005	9475	10997	12631
每股收益	0.77	0.80	0.97	1.08	营业成本	6354	6863	7747	8707
每股净资产	9.29	10.09	11.06	12.13	毛利率%	29.4%	27.6%	29.5%	31.1%
每股经营现金流	-1.99	1.88	2.01	2.11	营业税金及附加	421	379	440	568
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	4.7%	4.0%	4.0%	4.5%
价值评估 (倍)					营业费用	271	284	330	442
P/E	20.17	19.53	16.10	14.44	营业费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.5%
P/B	1.67	1.54	1.41	1.28	管理费用	423	379	440	568
P/S	1.96	1.86	1.61	1.40	管理费用率%	4.7%	4.0%	4.0%	4.5%
EV/EBITDA	14.23	14.62	12.31	11.09	EBIT	1529	1563	2031	2336
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	279	263	376	419
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.1%	2.8%	3.4%	3.3%
毛利率	29.4%	27.6%	29.5%	31.1%	资产减值损失	2	0	0	0
净利润率	9.7%	9.5%	10.0%	9.7%	投资收益	18	19	21	24
净资产收益率	8.3%	7.9%	8.7%	8.9%	营业利润	1328	1353	1713	1980
资产回报率	2.5%	2.5%	2.9%	3.0%	营业外收支	-77	-84	-93	-102
投资回报率	4.6%	4.8%	5.9%	6.5%	利润总额	1251	1269	1620	1879
盈利增长 (%)					EBITDA	2213	2091	2406	2587
营业收入增长率	15.5%	5.2%	16.1%	14.9%	所得税	330	317	454	564
EBIT 增长率	35.8%	2.2%	30.0%	15.0%	有效所得税率%	26.4%	25.0%	28.0%	30.0%
净利润增长率	7.0%	3.3%	21.3%	11.5%	少数股东损益	46	48	70	92
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	875	904	1097	1223
资产负债率	68.8%	66.8%	65.8%	64.5%					
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.4	货币资金	1895	3300	4800	6200
现金比率	0.1	0.2	0.2	0.3	应收账款及应收票据	431	501	582	668
经营效率指标					存货	11061	9815	9418	8997
应收帐款周转天数	19.3	19.3	19.3	19.3	其它流动资产	4433	4727	5324	5969
存货周转天数	614.1	522.0	443.7	377.1	流动资产合计	17820	18343	20124	21834
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	长期股权投资	1232	1232	1232	1232
固定资产周转率	10.2	12.1	13.0	12.0	固定资产	790	774	916	1187
					在建工程	581	581	581	581
					无形资产	60	98	130	158
					非流动资产合计	16988	17309	17814	18475
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	34808	35653	37937	40309
净利润	875	904	1097	1223	短期借款	10243	10987	12018	12946
少数股东损益	46	48	70	92	应付票据及应付账款	1772	894	808	726
非现金支出	661	528	375	251	预收账款	501	527	612	703
非经营收益	212	378	472	528	其它流动负债	5090	5337	5891	6489
营运资金变动	-4047	277	271	297	流动负债合计	17607	17746	19329	20864
经营活动现金流	-2254	2134	2286	2391	长期借款	1777	1927	2062	2184
资产	-219	-629	-637	-645	其它长期负债	4556	4156	3556	2956
投资	-253	-300	-330	-363	非流动负债合计	6334	6084	5619	5140
其他	320	19	21	24	负债总计	23941	23829	24947	26004
投资活动现金流	-153	-909	-945	-985	实收资本	1135	1135	1135	1135
债权募资	4378	344	431	450	归属于母公司所有者权益	10549	11458	12554	13777
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	318	366	436	528
其他	-1761	-163	-272	-456	负债和所有者权益合计	34808	35653	37937	40309
融资活动现金流	2618	180	160	-6					
现金净流量	214	1405	1500	1400					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 03 日; (2) 以上各表均为简表
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： 中国恒大,我爱我家,世茂股份,保利物业,中国国贸,华侨城 A,华润置地,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,新湖中宝,浦东金桥,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,三湘印象,龙湖集团,金地集团,招商蛇口,华发股份,融创中国,金融街,中国海外发展,电子城,世茂集团,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。