

投资评级 优于大市 维持

业绩受制结算结构，加速多元化布局

股票数据

08月29日收盘价(元)	3.76
52周股价波动(元)	3.06-6.72
总股本/流通A股(百万股)	2229/2225
总市值/流通市值(百万元)	8380/8367

相关研究

《结转较少影响业绩，加快多元化转型》
2019.04.27

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-33.6	-32.6	-36.0
相对涨幅(%)	-31.9	-31.7	-39.5

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

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73.19亿元，同比增加13.72%；归属于上市公司股东的净利润5.03亿元，同比减少39.71%；实现基本每股收益0.20元（归母净利润5.03亿元扣除公司永续债的当期利息后的净利润除以最新总股本得到）。
- 2019年上半年，受房产主业销售面积增加推动，公司营收增加13.72%；同期，受销售产品结构等因素影响，公司归母净利润减少39.71%。**根据公司2019年半年报披露：2019年上半年，公司新增房地产储备面积122.91万平方米，同比增长61.53%。2019年上半年，公司通过发行购房尾款资产支持证券（ABS）、永续中期票据、中期票据、冷链仓储物流资产支持专项计划等方式，不断优化负债结构，降低财务成本，以低成本累计新获得资金42亿元。2019年上半年公司通过布局租赁房建设、历史名镇建设等方式进一步加速战略转型。
- 根据公司8月27日公告，2019年上半年，公司新开工面积303.30万平方米，同比增长52.64%；公司竣工面积为66.38万平方米，同比增长311.28%。2019年上半年公司签约面积为81.66万平方米，同比下降23.69%；公司签约金额为105.35亿元，同比下降22.51%。截止2019年6月30日，公司出租房地产总面积36.62万平方米。2019年1-6月，公司租金总收入为0.65亿元。**
- 投资建议。地产和冷链物流双轮驱动，“优于大市”评级。**公司的主营业务为房地产综合开发经营、物流产业链，是集房产开发、施工、物业、冷链物流及产业链等为一体的国内大型国有综合集团型公司。在房产开发经营中，公司坚持“精耕重点一线城市、深耕有能级的二线城市、长三角都市圈和其他重点城市”的指导方针。公司冷链物流产业链业务在洋山自贸区、大虹桥等拥有较大规模的保税常温库和冷链物流园。公司在冷链物流、保税供应链物流、城市冷链配送等方面具备较强的第三方物流服务能力。我们预计公司2019-2020年EPS分别为0.62元和0.74元，给予公司2019年8-10倍动态PE，对应的合理价值区间为4.96-6.20元，维持公司“优于大市”评级。
- 风险提示：**公司开发项目面临政策调控风险，物流业务易受经济下滑的风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20811	20494	22775	27685	33184
(+/-)YoY(%)	0.1%	-1.5%	11.1%	21.6%	19.9%
净利润(百万元)	1947	1418	1379	1659	2002
(+/-)YoY(%)	92.5%	-27.2%	-2.7%	20.3%	20.7%
全面摊薄EPS(元)	0.87	0.63	0.62	0.74	0.90
毛利率(%)	20.5%	31.3%	31.6%	31.7%	31.7%
净资产收益率(%)	18.7%	11.2%	9.7%	10.5%	11.2%

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。2017-2021年EPS按照公司最新总股本计算且2018年EPS计算考虑了扣除永续债利息因素。

表 1 相关上市公司的估值（收盘价日期为 2019.8.29）

代码	上市公司	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2018	2019E	2018	2019E
600325.SH	华发股份	1.08	1.26	6.59	5.65
600064.SH	南京高科	0.78	0.87	11.88	10.66
	平均			9.24	8.15

注：表中华发股份和南京高科 2019 年 EPS 预测值来自海通预测，2018 年 EPS 来自各上市公司年报。
资料来源：各上市公司 2018 年年报、海通证券研究所

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	20494	22775	27685	33184
每股收益	0.63	0.62	0.74	0.90	营业成本	14079	15577	18917	22658
每股净资产	5.69	6.36	7.10	8.00	毛利率%	31.3%	31.6%	31.7%	31.7%
每股经营现金流	-3.92	1.69	1.96	2.29	营业税金及附加	1593	2050	2492	2987
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	7.8%	9.0%	9.0%	9.0%
价值评估 (倍)					营业费用	520	683	831	996
P/E	5.56	6.06	5.04	4.17	营业费用率%	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
P/B	0.61	0.59	0.53	0.47	管理费用	661	911	1107	1327
P/S	0.41	0.37	0.30	0.25	管理费用率%	3.2%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	9.00	8.88	6.55	4.70	EBIT	3641	3554	4338	5217
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	474	579	580	557
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.3%	2.5%	2.1%	1.7%
毛利率	31.3%	31.6%	31.7%	31.7%	资产减值损失	915	0	0	0
净利润率	6.9%	6.1%	6.0%	6.0%	投资收益	-45	50	55	60
净资产收益率	11.2%	9.7%	10.5%	11.2%	营业利润	2215	3035	3823	4731
资产回报率	1.9%	1.8%	2.1%	2.4%	营业外收支	61	30	33	37
投资回报率	5.7%	5.6%	7.0%	8.6%	利润总额	2276	3065	3857	4768
盈利增长 (%)					EBITDA	3704	3574	4368	5255
营业收入增长率	-1.5%	11.1%	21.6%	19.9%	所得税	905	1226	1543	1907
EBIT 增长率	49.7%	-2.4%	22.1%	20.2%	有效所得税率%	39.7%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润增长率	-27.2%	-2.7%	20.3%	20.7%	少数股东损益	-47	460	655	858
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1418	1379	1659	2002
资产负债率	82.4%	80.1%	78.5%	76.1%					
流动比率	1.8	1.9	2.0	2.1	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	货币资金	10455	14000	19000	23000
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.6	应收账款及应收票据	2149	1577	1534	1471
经营效率指标					存货	46823	46832	44361	41445
应收账款周转天数	31.6	25.3	20.2	16.2	其它流动资产	13464	10873	13019	15424
存货周转天数	1119.8	1097.4	856.0	667.6	流动资产合计	72891	73283	77915	81340
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	长期股权投资	105	105	105	105
固定资产周转率	34.0	28.1	25.5	26.9	固定资产	622	1002	1172	1294
					在建工程	39	39	39	39
					无形资产	234	234	234	234
					非流动资产合计	1534	2514	2984	3406
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	74426	75797	80899	84746
净利润	1418	1379	1659	2002	短期借款	13118	13492	14258	13153
少数股东损益	-47	460	655	858	应付票据及应付账款	8078	6761	6568	6294
非现金支出	978	20	30	38	预收账款	11317	10062	9784	9382
非经营收益	554	699	726	744	其它流动负债	7014	7647	9038	10596
营运资金变动	-11638	1214	1289	1457	流动负债合计	39527	37960	39648	39425
经营活动现金流	-8734	3771	4360	5100	长期借款	18214	19214	20314	21524
资产	-50	-365	-162	-118	其它长期负债	3568	3568	3568	3568
投资	530	-600	-300	-300	非流动负债合计	21782	22782	23882	25092
其他	-3359	50	55	60	负债总计	61308	60742	63530	64516
投资活动现金流	-2879	-915	-407	-357	实收资本	2229	2229	2229	2229
债权募资	14055	374	767	105	普通股股东权益	12688	14166	15825	17828
股权募资	1359	0	0	0	少数股东权益	429	889	1544	2402
其他	-1032	315	280	-847	负债和所有者权益合计	74426	75797	80899	84746
融资活动现金流	14382	689	1047	-743					
现金净流量	2769	3545	5000	4000					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 29 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,浦东金桥,光大嘉宝,中国恒大,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,中华企业,绿城服务,光明地产,天健集团,合景泰富集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,华发股份,中国海外发展,金融街,招商蛇口,金地集团,龙湖集团,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; 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。