

投资评级 优于大市 维持

项目结转影响归母净利润，销售保持增长

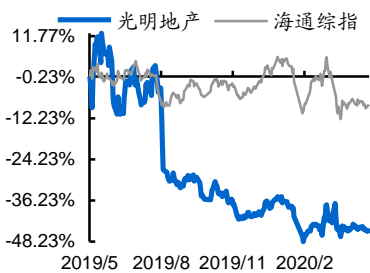
股票数据

04月30日收盘价(元)	2.94
52周股价波动(元)	2.75-6.55
总股本/流通A股(百万股)	2229/2225
总市值/流通市值(百万元)	6552/6542

相关研究

《业绩受制结算结构，加速多元化布局》
 2019.08.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.6	0.0	-9.3
相对涨幅(%)	-10.1	0.7	-7.0

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:

- **事件一。**公司公布2019年年报。报告期内，公司实现营业收入136.11亿元，同比下降33.59%；归属于上市公司股东的净利润5.70亿元，同比下降59.77%。公司2019年度拟向全体股东每10股派发现金红利1元(含税)。
- **事件二。**公司公布2020年一季报。报告期内，公司实现营业收入5.91亿元，同比减少81.38%；归属于上市公司股东的净利润-2.00亿元，同比减少154.26%。
- **2019年，受房地产主业结转收入的销售面积和销售单价同比减少影响，公司营业收入同比减少33.59%，归母净利润同比减少59.77%。2020年一季度，受新冠疫情影响，公司营业收入同比减少81.38%，归母净利润同比减少154.26%。**2019年，公司营业收入136.11亿元。其中，房地产开发及配套收入124.92亿元，同比减少36.18%；物业及租赁收入3.74亿元，同比增加6.74%；其他收入5.98亿元，同比增加12.26%。根据公司2019年年报披露：(1)公司实现签约金额为266.38亿元，同比增长8.91%；签约面积207.15万平方米，同比增长0.45%。(2)全年新开工面积为513.28万平方米，同比增长8.54%；竣工面积为174.32万平方米，同比增长22.38%。(3)公司出租房地产总面积44.98万平方米，增长了53.20%。全年租金收入1.72亿元，增长了34.38%。全年新增土地储备面积192.09万平方米，同比增长32.92%。进一步优化上海占50%、长三角占25%、全国其他省会中心城市占25%的三分格局。(4)实现上海国企首单“上银光明地产购房尾款资产支持专项计划”和全国首单“开源-光明冷链仓储物流资产支持专项计划”，发行三期共17亿永续中票，实现商业保理融资贷款循环使用。
- 根据公司2019年年报披露：2020年，公司计划营业收入180亿元，计划新开工面积350万平方米，计划竣工面积170万平方米。
- **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、冷链物流产业链，是集房产开发、商业运营、冷链物流、物业服务、建筑施工及供应链产业链等为一体的大型国有综合集团型公司。在房产开发经营中，公司坚持“精耕上海、深耕长三角、选耕省会中心城市”的指导方针。我们预计公司2020-2021年EPS分别0.31元和0.37元，给予公司2020年8-10倍动态PE，对应的合理价值区间为2.48-3.10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

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20494	13611	16363	19163	22259
(+/-)YoY(%)	-1.5%	-33.6%	20.2%	17.1%	16.2%
净利润(百万元)	1418	570	684	828	1006
(+/-)YoY(%)	-27.2%	-59.8%	19.9%	21.0%	21.6%
全面摊薄EPS(元)	0.64	0.26	0.31	0.37	0.45
毛利率(%)	31.3%	32.1%	31.7%	31.8%	31.8%
净资产收益率(%)	11.2%	4.0%	4.6%	5.3%	6.2%

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。2018-2022年EPS按照公司最新总股本计算。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 相关上市公司的估值（收盘价日期为 2020.4.30）

代码	上市公司	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2019	2020E	2019	2020E
600325.SH	华发股份	1.32	1.56	5.08	4.30
600658.SH	电子城	0.31	0.43	15.61	11.26
	平均			10.35	7.78

注：表中华发股份和电子城 2020 年 EPS 预测值来自 Wind 一致预期。原南京高科 2020 年 EPS 没有 Wind 一致预期，因此替换成电子城。
资料来源：Wind、海通证券研究所

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。

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	13611	16363	19163	22259
每股收益	0.26	0.31	0.37	0.45	营业成本	9248	11177	13074	15172
每股净资产	6.43	6.69	6.95	7.27	毛利率%	32.1%	31.7%	31.8%	31.8%
每股经营现金流	-2.15	3.16	1.95	2.36	营业税金及附加	946	1145	1341	1558
每股股利	0.00	0.09	0.11	0.14	营业税金率%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
价值评估 (倍)					营业费用	527	655	767	890
P/E	11.49	9.58	7.92	6.51	营业费用率%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	0.46	0.44	0.42	0.40	管理费用	688	826	968	1124
P/S	0.48	0.40	0.34	0.29	管理费用率%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
EV/EBITDA	17.43	13.42	10.51	8.05	EBIT	2202	2560	3013	3514
股息率%	0.0%	3.1%	3.8%	4.6%	财务费用	366	441	499	541
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%
毛利率	32.1%	31.7%	31.8%	31.8%	资产减值损失	251	276	276	276
净利润率	4.2%	4.2%	4.3%	4.5%	投资收益	-100	-110	-121	-133
净资产收益率	4.0%	4.6%	5.3%	6.2%	营业利润	1439	1680	2059	2501
资产回报率	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	营业外收支	-26	-28	-31	-34
投资回报率	2.8%	3.5%	4.3%	5.3%	利润总额	1413	1652	2028	2467
盈利增长 (%)					EBITDA	2278	2580	3043	3552
营业收入增长率	-33.6%	20.2%	17.1%	16.2%	所得税	557	661	811	987
EBIT 增长率	-39.5%	16.2%	17.7%	16.6%	有效所得税率%	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润增长率	-59.8%	19.9%	21.0%	21.6%	少数股东损益	286	307	389	474
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	570	684	828	1006
资产负债率	82.3%	81.5%	80.5%	79.4%					
流动比率	1.9	1.9	1.9	2.0	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.9	货币资金	9029	13100	15100	17869
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.4	应收账款及应收票据	523	1285	1204	1119
经营效率指标					存货	60742	53952	49859	45129
应收账款周转天数	35.8	28.7	22.9	18.3	其它流动资产	13308	15414	17801	20439
存货周转天数	2122.8	1761.9	1391.9	1085.7	流动资产合计	83602	83751	83964	84556
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	长期股权投资	652	652	652	652
固定资产周转率	22.3	20.8	18.0	18.4	固定资产	598	978	1148	1270
					在建工程	123	123	123	123
					无形资产	220	220	220	220
					非流动资产合计	2230	3210	3680	4102
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	85832	86961	87644	88659
净利润	570	684	828	1006	短期借款	10200	8381	6877	5300
少数股东损益	286	307	389	474	应付票据及应付账款	7291	7430	6953	6455
非现金支出	384	296	306	314	预收账款	13172	12668	11869	11029
非经营收益	437	849	982	1121	其它流动负债	14456	16083	17697	19480
营运资金变动	-6467	4909	1849	2346	流动负债合计	45119	44561	43396	42264
经营活动现金流	-4789	7045	4354	5261	长期借款	22460	23260	24140	25108
资产	-72	-426	-228	-191	其它长期负债	3060	3060	3060	3060
投资	-574	-600	-300	-300	非流动负债合计	25520	26320	27200	28168
其他	-1089	-110	-121	-133	负债总计	70639	70881	70596	70432
投资活动现金流	-1735	-1136	-650	-624	实收资本	2229	2229	2229	2229
债权募资	4966	-1820	-1503	-609	普通股股东权益	14336	14915	15494	16199
股权募资	1842	0	0	0	少数股东权益	858	1165	1554	2028
其他	-1765	-19	-201	-1258	负债和所有者权益合计	85832	86961	87644	88659
融资活动现金流	5043	-1838	-1704	-1867					
现金净流量	-1480	4071	2000	2769					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 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,华润置地,城建发展,碧桂园,中国国贸,新湖中宝,国创高新,光大嘉宝,浦东金桥,世茂房地产,雅生活服务,金科股份,中华企业,光明地产,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,金地集团,华发股份,招商蛇口,金融街,中国海外发展,电子城,融信中国,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; 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。