

投资评级 优于大市 维持

地产、金融科技双轮驱动，推进龙头房企合作

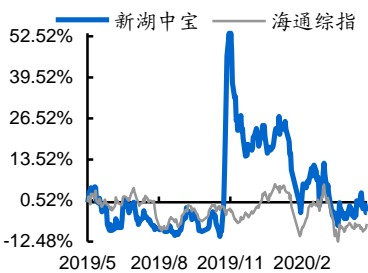
股票数据

04月30日收盘价(元)	3.14
52周股价波动(元)	2.80-5.13
总股本/流通A股(百万股)	8599/8598
总市值/流通市值(百万元)	27002/26998

相关研究

《归母净利润稳健增长，金融科技投资逐渐发力》2019.09.04

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.0	-0.3	-10.5
相对涨幅(%)	-3.5	0.4	-8.3

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年年报。报告期内，公司实现营业收入148.10亿元，同比下滑14.03%；归属于上市公司股东的净利润21.53亿元，同比下滑14.08%。公司2019年度拟向全体股东每10股派发现金红利0.10元(含税)。
- **2019年，受房地产业务收入同比下降9.26%的影响，公司营收下滑14.03%；受公司投资的51信用卡股价下跌导致公司确认6.52亿元的投资损失所致，公司归母净利润同比下滑14.08%。**根据公司2019年年报披露：(1)2019年，公司新开工面积约167万平方米，同比增加15%；实现合同销售面积106万平方米，合同销售收入162亿元，销售均价约16000元/平方米。(2)公司现有开发项目约50个(不含海涂开发项目)，项目土地面积约1100万平方米；总建筑面积约2200万平方米。(3)天虹项目已完成土地征收进入开发建设阶段，亚龙项目征收签约率97%。启东圆陀角项目和温州西湾项目已分别获得132万方和188万方土地。启东圆陀角项目于期内进入销售阶段。(4)2019年，公司一是与融创地产合作。转让启东、温州西湾部分地块和上海玛宝项目，回笼资金67亿元。二是与绿城房产合作。期内以36亿元的价格向绿城房产转让上海新潮明珠城项目35%的股权，近期又加大了合作深度，以41亿元的价格转让上海、沈阳、启东等多个项目部分股权，并投资入股绿城中国12.95%的股权。(5)2019年，公司入股杭州宏华数码科技股份有限公司，持有其25%的股权。增资杭州易现先进科技有限公司，持有其4.81%的股权。入股深圳云天励飞技术有限公司，持有其0.92%的股权。投资龙芯中科技术有限公司，间接持有其1.80%的股权。截至期末，公司投资板块大规模的投入期已基本结束，即将进入回报期。
- 根据公司2019年年报披露：2020年，公司计划新开工面积105.4万平，计划实现合约销售额249.19亿元。
- **投资建议。**土地储备充足，“地产+金融、金融科技和高科技”战略继续推进，“优于大市”评级。公司主要业务为地产开发和投资业务。目前在全国30余个城市开发50余个住宅和商业地产项目，总开发面积达3000万平方米，品牌和实力居行业前列。公司广泛投资金融服务机构；前瞻投资于区块链、大数据、人工智能、云计算、半导体、智能制造、生物医药等高科技企业。我们预计公司2020年、2021年EPS分别是0.33和0.41元。我们给予公司2020年8-10倍的动态PE，对应的合理价值区间为2.64元-3.30元，维持公司“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司销售业务面临政策调控的风险，以及股权投资风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17227	14810	18644	22547	27195
(+/-)YoY(%)	-1.6%	-14.0%	25.9%	20.9%	20.6%
净利润(百万元)	2506	2153	2804	3506	4350
(+/-)YoY(%)	-24.6%	-14.1%	30.2%	25.0%	24.1%
全面摊薄EPS(元)	0.29	0.25	0.33	0.41	0.51
毛利率(%)	28.5%	35.5%	35.8%	36.5%	37.1%
净资产收益率(%)	7.5%	6.3%	7.5%	8.6%	9.7%

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 上市地产公司的估值（收盘价日期为 2020.4.30）

代码	上市公司	2020 年 EPS 预测（元/股）	2020 年动态 PE（倍）
600658.SH	电子城	0.43	11.26
000090.SZ	天健集团	0.82	7.79
均值			9.52

注：电子城、天健集团 2020 年 EPS 预测值来自 Wind 一致预期。南京高科没有 Wind 盈利一致预期，因此替换成电子城。
资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：公司销售业务面临政策调控的风险，以及股权投资风险。

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	14810	18644	22547	27195
每股收益	0.25	0.33	0.41	0.51	营业成本	9554	11963	14321	17116
每股净资产	4.00	4.33	4.72	5.20	毛利率%	35.5%	35.8%	36.5%	37.1%
每股经营现金流	0.26	0.48	0.52	0.62	营业税金及附加	1878	2275	2706	3127
每股股利	0.01	0.01	0.02	0.02	营业税金率%	12.7%	12.2%	12.0%	11.5%
价值评估 (倍)					营业费用	397	485	586	707
P/E	12.54	9.63	7.70	6.21	营业费用率%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
P/B	0.78	0.73	0.67	0.60	管理费用	445	559	676	816
P/S	1.82	1.45	1.20	0.99	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	31.99	24.10	18.24	13.55	EBIT	2536	3362	4258	5428
股息率%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	财务费用	2625	2742	2719	2783
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	17.7%	14.7%	12.1%	10.2%
毛利率	35.5%	35.8%	36.5%	37.1%	资产减值损失	30	0	0	0
净利润率	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	投资收益	3644	3105	3105	3105
净资产收益率	6.3%	7.5%	8.6%	9.7%	营业利润	2836	3729	4649	5756
资产回报率	1.5%	1.8%	2.1%	2.5%	营业外收支	-79	-87	-96	-106
投资回报率	2.1%	2.9%	3.6%	4.6%	利润总额	2756	3642	4553	5650
盈利增长 (%)					EBITDA	2637	3382	4288	5466
营业收入增长率	-14.0%	25.9%	20.9%	20.6%	所得税	645	838	1047	1299
EBIT 增长率	-18.3%	32.6%	26.7%	27.5%	有效所得税率%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润增长率	-14.1%	30.2%	25.0%	24.1%	少数股东损益	-42	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2153	2804	3506	4350
资产负债率	75.6%	75.3%	74.9%	74.4%					
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	货币资金	14690	17900	21435	25516
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3	应收账款及应收票据	45	558	675	814
经营效率指标					存货	68717	74011	78852	84815
应收账款周转天数	10.9	10.9	10.9	10.9	其它流动资产	10392	9688	11023	12612
存货周转天数	2656.5	2258.1	2009.7	1808.7	流动资产合计	93845	102158	111986	123758
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	长期股权投资	34929	34929	34929	34929
固定资产周转率	28.7	26.3	22.9	24.1	固定资产	519	899	1069	1191
					在建工程	14	514	1014	1514
					无形资产	145	145	145	145
					非流动资产合计	50187	51467	52537	53559
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	144032	153625	164524	177318
净利润	2153	2804	3506	4350	短期借款	3960	3856	3600	3000
少数股东损益	-42	0	0	0	应付票据及应付账款	3630	3603	4313	5154
非现金支出	134	20	30	38	预收账款	18560	23364	28256	34080
非经营收益	-596	-53	-23	3	其它流动负债	28856	30565	32256	34264
营运资金变动	618	1382	1001	982	流动负债合计	55007	61388	68425	76499
经营活动现金流	2268	4152	4514	5373	长期借款	35544	35994	36489	37033
资产	-48	-987	-796	-765	其它长期负债	18318	18318	18318	18318
投资	-909	-400	-400	-400	非流动负债合计	53862	54312	54807	55351
其他	2979	3105	3105	3105	负债总计	108869	115700	123232	131850
投资活动现金流	2022	1718	1909	1940	实收资本	8599	8599	8599	8599
债权募资	-2120	-104	-256	-56	普通股股东权益	34435	37197	40563	44739
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	729	729	729	729
其他	-4217	-2557	-2632	-3177	负债和所有者权益合计	144032	153625	164524	177318
融资活动现金流	-6338	-2661	-2888	-3233					
现金净流量	-2058	3210	3535	4080					

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,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,国创高新,浦东金桥,新湖中宝,世茂房地产,中华企业,雅生活服务,金科股份,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;	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。