投资评级 优于大市 维持

股票数据

08 月 16 日收盘价(元)	13.80
52 周股价波动（元）	12.03-20.88
总股本/流通 A 股（百万股）	4034/2933
总市值/流通市值（百万元）	55672/40482

相关研究

《业绩稳健增长，地产、商业多元发展》2019.04.03

《优质物业价值稀缺，地产金融双轮驱动》2018.12.19

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-6.2	-7.8	-0.1
相对涨幅（%）	-3.7	-9.3	0.8

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

业绩稳健，“一核两翼三城”格局成型

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 81.89 亿元，同比增加 23.86%；归属于上市公司股东的净利润 20.47 亿元，同比增加 11.34 %；实现基本每股收益 0.51 元。

- **2019 年上半年，受房产销售结转和金融业收入增加推动，公司营收增加 23.86%；同期公司投资收益减少使得净利润增幅收窄至 11.34%。**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长期在营物业租金收入（现金流入），合计 19.47 亿元。其中，办公物业方面，2019 年上半年度租赁收入 15.98 亿元，同比增幅 5%；商业物业方面，2019 年上半年租赁收入为 1.99 亿元，同比增幅 66%。（2）2019 年上半年，公司实现各类房产销售收入及现金流合计 13.93 亿元。（3）2019 年上半年，合并报表范围内，公司实现 7.5 亿元物业管理收入（现金流入），比 2018 年同期增加 21.56%。（4）2019 年上半年，公司金融业务实现收入 10.20 亿元，占公司营业收入总额的 12.44%。根据公司 2019 年半年报披露：2019 年上半年，公司竣工项目 3 个，总建筑面积 15.88 万平方米。新开工项目 2 个，总建筑面积 13.67 万平方米。续建项目 8 个，总建筑面积 95.63 万平方米。2019 年 6 月 30 日有息负债余额为 354.93 亿元，占 2019 年上半年公司总资产的 42.2%，较上年末 295.78 亿增加 20%。

- **投资建议。“商业地产+商业零售+金融服务”一体化发展，“ 优于大市”评级。**公司积极打造“以商业地产为核心，以商业零售和金融服务为两翼，以浦东、天津、苏州为三城”的“一核两翼三城”发展格局。**根据公司 2019 年半年报披露，公司在营物业面积为 264 万平。**我们认为，随着上海国际金融中心建设推进，公司持有物业价值、出租率和租金有望不断上升。**公司完成收购陆金发 100%股权后获得了 3 家持牌金融机构。**按照公司最新总股本 40.34 亿股测算（公司 2018 年总股本为 33.62 亿股，经 2018 年度利润分配实施完毕后，2019 年 6 月末总股本为 40.34 亿股），我们预计公司 2019 年、2020 年 EPS 分别是 0.98 元和 1.12 元，给予公司 2019 年 17-21 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 16.66-20.58 元，给予公司“优于大市”评级。

- **风险提示：**公司面临加息和政策调控风险，以及金融市场风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9325	12639	14844	17142	19440
(+/-)YoY(%)	-27.2%	35.5%	17.5%	15.5%	13.4%
净利润(百万元)	3130	3350	3970	4527	5164
(+/-)YoY(%)	18.2%	7.0%	18.5%	14.0%	14.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	0.83	0.98	1.12	1.28
毛利率(%)	49.8%	54.0%	55.7%	55.1%	55.1%
净资产收益率(%)	21.9%	20.8%	20.5%	18.9%	17.8%

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。2019 年以后的最新总股本变化参见正文表 4 附注。公司 2017-2018 年 EPS 按照最新总股本计算。

事件:

公司公布 2019 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 81.89 亿元，同比增加 23.86%；归属于上市公司股东的净利润 20.47 亿元，同比增加 11.34 %；实现基本每股收益 0.51 元。

点评:

2019 年上半年，受房产销售结转和金融业收入增加推动，公司营收增加 23.86%；同期公司投资收益减少使得净利润增幅收窄至 11.34%。2019 年上半年，公司房地产销售结转和金融业收入增加（本期公司结转了办公楼销售项目 SN1 支付宝项目收入约 20 亿元，子公司前滩实业销售住宅项目前滩逸品约 20 亿元），这使得公司实现营业收入 81.89 亿元，同比增加 23.86%；同期，受投资收益减少影响，公司实现净利润 20.47 亿元，增幅降低至 11.34%。

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	49.26	58.62	9.35	53.97	本期公司业务综合毛利率较高；投资收益下降使得净利率下降
净利率	27.81	25.00	-2.81	26.51	
资产负债率	73.43	71.80	-1.63	70.82	本期公司负债水平下降
有息负债率	69.12	66.01	-3.10	63.09	
三项费用占收入比	12.49	9.80	-2.69	12.12	本期公司财务费用降低，综合费用水平下降
ROE	12.75	12.42	-0.33	26.18	同上
(百万元)	**1H18**	**1H19**	**YOY%**	**2018**	**海通分析**
总资产	78293.09	84112.96	7.43	78112.65	本期公司资产规模增加
净资产	14424.66	16488.01	14.30	16094.93	
货币现金	7096.60	5376.15	-24.24	3674.83	本期公司经营活动现金流、投资活动现金流和筹资活动产生的现金流量综合作用的结果
预收账款	3379.64	4868.77	44.06	6040.66	
一年内到期的非流动负债	912.50	896.92	-1.71	2205.33	本期公司拍得川沙地块土地，金额为 29.45 亿元
经营活动现金流净额	1000.44	-1649.73	-264.90	4317.38	

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

表 2　公司 2019 年上半年自持物业情况

长期持有物业类型		总建面（万平）	成熟物业总建面（万平）	期末出租率（截至 6 月 30 日）	平均租金（二季度）
主要办公物业	甲级写字楼	163.31	155.93	89%（上海） 57%（天津）	8.57 元/平方米/天 3.45 元/平方米/天
	高品质研发楼	32.71	32.71	83%	6.21 元/平方米/天
主要商铺物业		46.24	10.82	89%（上海） 88%（天津）	11.39 元/平方米/天 2.37 元/平方米/天
酒店物业		12.03	12.03	77%	584.77 元/间/夜
主要住宅物业		9.24	9.24	98%	25573 元/套/月
合计		263.53	220.74		

资料来源：2019 年半年报、海通证券研究所

表 3　公司 2019 年上半年销售物业情况

住宅销售	1-6 月可售面积（平方米）	1-6 月签约面积（平方米）	项目总可销面积（平方米）	项目累计签约面积（平方米）	项目整体去化率
前滩东方逸品	1097	1097	60248	60248	100%
上海存量房	3859	3592	4895	4628	95%
天津海上花苑二期	61556	6881	106557	40039	38%
天津存量房	1010	109	1010	109	11%
合计	**67522**	**11679**	**172710**	**105024**	**61%**

资料来源：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长期在营物业租金收入（现金流入），合计 19.47 亿元。其中，办公物业方面，2019 年上半年度租赁收入 15.98 亿元，同比增幅 5%；商业物业方面，2019 年上半年租赁收入为 1.99 亿元，同比增幅 66%。此外，公司合并报表范围外长期在营物业租金收入，合计 4.04 亿元。（2）2019 年上半年，公司实现各类房产销售收入及现金流合计 13.93 亿元，其中：住宅物业实现销售收入 10.98 亿元。办公物业实现现金流入 2.95 亿元。（3）2019 年上半年，合并报表范围内，公司实现 7.5 亿元物业管理收入（现金流入），比 2018 年同期增加 21.56%。（4）2019 年上半年，公司金融业务实现收入 10.20 亿元，占公司营业收入总额的 12.44%。

根据公司 2019 年半年报披露：2019 年上半年，公司竣工项目 3 个，总建筑面积 15.88 万平方米。新开工项目 2 个，总建筑面积 13.67 万平方米。续建项目 8 个，总建筑面积 95.63 万平方米。2019 年 6 月 30 日有息负债余额为 354.93 亿元，占 2019 年上半年公司总资产的 42.2%，较上年末 295.78 亿增加 20%。

表 4　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	6610.95	8188.53	23.86	本期公司结转了办公楼销售项目 SN1 支付宝项目收入约 20 亿元，子公司前滩实业销售住宅项目前滩逸品约 20 亿元
二、营业总成本	4776.68	5187.81	8.61	
营业成本	3354.12	3388.50	1.03	本期公司业务综合毛利率较高
营业税金及附加	582.56	1028.60	76.57	本期公司地产结转缴纳较多的土地增值税
销售费用	37.73	46.02	21.95	本期公司销售费用增加
管理费用	120.18	153.57	27.78	
财务费用	667.78	603.25	-9.66	本期公司资本化利息比重增加
资产减值损失	14.30	0.00	-100.00	
投资净收益	1368.97	206.82	-84.89	本期公司股权处置等投资收益减少
三、营业利润	3218.58	3376.08	4.89	本期公司投资收益减少等使得营业利润增幅小于营收增幅
加：营业外收入	34.54	31.25	-9.53	
减：营业外支出	0.05	0.66	1328.44	
四、利润总额	3253.07	3406.67	4.72	同上
减：所得税	842.38	775.85	-7.90	本期公司所得税率较低
五、净利润	2410.69	2630.83	9.13	同上
减：少数股东损益	572.04	583.74	2.05	本期公司少数股东损益占比下降
归属母公司净利润	1838.65	2047.08	11.34	同上
六、每股收益				
全面摊薄每股收益(元)	0.46	0.51	11.34	同上
基本每股收益(元)	0.55	0.51	-7.22	

注：公司 2018 年总股本为 33.62 亿股，经 2018 年度利润分配实施完毕后，2019 年 6 月末总股本为 40.34 亿股。
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："商业地产+商业零售+金融服务"一体化发展，" 优于大市"评级。公司积极打造"以商业地产为核心，以商业零售和金融服务为两翼，以浦东、天津、苏州为三城"的"一核两翼三城"发展格局。**根据公司 2019 年半年报披露，公**

司在营物业面积为 264 万平。我们认为，随着上海国际金融中心建设推进，公司持有物业价值、出租率和租金有望不断上升。**公司完成收购陆金发 100%股权后获得了 3 家持牌金融机构。**按照公司最新总股本 40.34 亿股测算（公司 2018 年总股本为 33.62 亿股，经 2018 年度利润分配实施完毕后，2019 年 6 月末总股本为 40.34 亿股），我们预计公司 2019 年、2020 年 EPS 分别是 0.98 元和 1.12 元，给予公司 2019 年 17-21 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 16.66-20.58 元，给予公司“优于大市”评级。

表 5 上海自贸区相关的上市公司的估值（收盘价日期为 2019.8.16）

代码	上市公司	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2019E	2020E	2019E	2020E
600648.SH	外高桥	0.77	0.83	23.09	21.42
600639.SH	浦东金桥	1.10	1.22	12.33	11.11
600895.SH	张江高科	0.48	0.56	32.42	27.79
均值				22.61	20.11

注：表中相关上市公司 2019 年 EPS 取自海通地产预测。
资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

表 6 公司 RNAV 估值表（百万元）

地产业务净权益增加值（百万元）	16276.02
出租和自营业务净权益增加值（百万元）	24652.61
金融业净权益增加值（百万元）	8656.69
物业管理等业务净权益增加值（百万元）	3621.40
2018 年净资产账面价值（百万元）	16094.93
NAV（百万元）	69301.66
股本（百万股）	4034.20
RNAV（元/股）	17.18

注：公司 2018 年总股本为 33.62 亿股，经 2018 年度利润分配实施完毕后，2019 年 6 月末总股本为 40.34 亿股。
资料来源：公司 2019 年半年报、海通证券研究所

风险提示：公司面临加息和政策调控风险，以及金融市场风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	0.83	0.98	1.12	1.28
每股净资产	3.99	4.80	5.93	7.21
每股经营现金流	1.07	1.34	1.50	1.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	15.64	14.16	12.41	10.88
P/B	3.26	2.90	2.35	1.93
P/S	3.67	3.75	3.25	2.86
EV/EBITDA	13.09	12.34	10.11	8.18
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	54.0%	55.7%	55.1%	55.1%
净利润率	26.5%	26.7%	26.4%	26.6%
净资产收益率	20.8%	20.5%	18.9%	17.8%
资产回报率	4.3%	4.9%	5.4%	5.9%
投资回报率	9.8%	11.3%	12.6%	14.2%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	35.5%	17.5%	15.5%	13.4%
EBIT 增长率	42.2%	22.8%	13.8%	13.4%
净利润增长率	7.0%	18.5%	14.0%	14.1%
偿债能力指标				
资产负债率	70.8%	67.0%	61.8%	56.0%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7
现金比率	0.1	0.2	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.9	11.9	11.9	11.9
存货周转天数	1336.5	1095.9	887.7	741.2
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	8.0	4.6	3.2	3.0

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**12639**	**14844**	**17142**	**19440**
营业成本	5817	6577	7698	8732
毛利率%	54.0%	55.7%	55.1%	55.1%
营业税金及附加	1227	1410	1629	1847
营业税金率%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%
营业费用	181	208	240	272
营业费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	363	445	514	583
管理费用率%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	5051	6204	7061	8006
财务费用	988	1071	1145	1117
财务费用率%	7.8%	7.2%	6.7%	5.7%
资产减值损失	215	180	198	218
投资收益	1556	1210	1313	1353
营业利润	**5435**	**6196**	**7068**	**8063**
营业外收支	25	31	34	37
利润总额	**5459**	**6227**	**7102**	**8101**
EBITDA	5175	6354	7286	8291
所得税	1354	1557	1775	2025
有效所得税率%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	755	701	799	911
归属母公司所有者净利润	**3350**	**3970**	**4527**	**5164**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3675	5338	7972	10884
应收账款及应收票据	538	483	558	633
存货	21108	19747	18722	17733
其它流动资产	10541	10629	10763	10897
流动资产合计	35862	36198	38016	40148
长期股权投资	7764	7764	7764	7764
固定资产	1837	4687	5962	6877
在建工程	0	0	0	0
无形资产	34	34	34	34
非流动资产合计	42251	44919	45996	46694
资产总计	**78113**	**81117**	**84012**	**86841**
短期借款	9315	9315	9315	9315
应付票据及应付账款	2515	2458	2302	2089
预收账款	6041	5676	5899	6021
其它流动负债	16327	15970	15572	15357
流动负债合计	34197	33419	33088	32782
长期借款	10747	11947	12547	13207
其它长期负债	10379	8979	6279	2679
非流动负债合计	21125	20925	18825	15885
负债总计	**55322**	**54345**	**51913**	**48667**
实收资本	3362	4034	4034	4034
普通股股东权益	16095	19377	23904	29068
少数股东权益	6695	7396	8195	9106
负债和所有者权益合计	**78113**	**81117**	**84012**	**86841**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3350	3970	4527	5164
少数股东损益	755	701	799	911
非现金支出	339	330	423	503
非经营收益	-980	-152	-175	-233
营运资金变动	853	550	485	474
经营活动现金流	**4317**	**5398**	**6059**	**6819**
资产	-2440	-2968	-1466	-1163
投资	2471	0	0	0
其他	954	1210	1313	1353
投资活动现金流	**985**	**-1758**	**-153**	**190**
债权募资	-2035	-1400	-2700	-2940
股权募资	284	0	0	0
其他	-3574	-577	-572	-1157
融资活动现金流	**-5325**	**-1977**	**-3272**	**-4097**
现金净流量	**-16**	**1663**	**2634**	**2912**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 16 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
谢盐　　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,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,新湖中宝,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

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。	类　别	评　级	说　明
	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范围包括证券投资咨询业务。