

投资评级 优于大市 维持

营收和归母净利双增，碧云尊邸销售良好

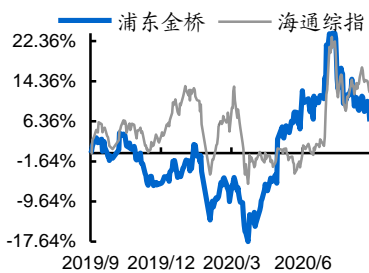
股票数据

08月28日收盘价(元)	14.90
52周股价波动(元)	11.38-17.43
总股本/流通A股(百万股)	1122/850
总市值/流通市值(百万元)	16724/16724

相关研究

《归母净利润稳健增长，碧云尊邸今年预售》
2020.04.19

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.3	-2.0	2.1
相对涨幅(%)	-7.4	-19.1	-23.6

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2020年半年报。报告期内，公司实现营业收入20.08亿元，同比增长40.69%；归母净利润为5.46亿元，同比增长22.80%。
- **2020年上半年，因本期G1地块在建工程转让项目确认收入，公司营业收入同比增长40.69%；归母净利润同比增长22.80%。**
- 根据公司2020年半年报披露：上半年现金总收入37.28亿元，含经营性现金收入36.81亿元。2020年4月，S11地块碧云尊邸第一批预售房源160套开盘预售全部售罄，现金收入达到25.49亿元。临港碧云壹零第四批现房房源51套也在4月出售，现金收入达到1.95亿元。报告期内，公司持有的各类经营性物业约235万㎡，总体出租率81.87%(不含服务式公寓)，与2020年一季度及2019年同期相比基本持平。其中，厂房出租率72.64%，住宅出租率91.42%，研发楼出租率69.63%，办公楼出租率78.05%，商业出租率90.01%。服务式公寓出租率43.96%，受疫情冲击较大。商办及城市功能配套项目，(1) Office Park II地铁板块项目(T3-5)，正在办理竣工备案手续；(2) 碧云尊邸(S11地块住宅)项目，全力推进室外总体及高层建筑室内装修施工；(3) 啦啦宝都商业综合体项目，室内装修、室外总体等施工收尾；(4) 17B-06超高层项目，已完成方案深化设计，工程施工招标按计划进行中。上半年，由公司和中车集团、市科创投集团共同组成的基金团队基本到位，积极开展人员招聘、基本制度、预算等方面的工作；同时，持续完善投资项目数据库，已累计储备一批智能制造领域的拟投资项目。
- 根据公司2020年半年报披露：公司收入预算各项合计71.78亿元，上半年完成37.28亿元。下半年经营性收入力保34.5亿元。
- **投资建议：**重点项目碧云尊邸今年预售，“优于大市”评级。公司主要从事上海金桥产业园区及碧云国际社区的开发、运营和管理。公司主营业务主要集中在房地产业，逐步从园区集成开发商向新兴城区开发运营商转型。公司采取租售结合、以租为主、招投联动的经营模式。公司持有的各类经营性物业约235万㎡。我们预计公司2020、2021年EPS分别是1.22和1.52元。根据目前相关可比公司的动态PE估值，我们给予公司2020年14-18倍动态PE，对应合理价值区间为17.08-21.96元，维持公司“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司租售业务面临加息和政策调控风险，以及经济下滑风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2761	3352	4226	5297	6591
(+/-)YoY(%)	65.0%	21.4%	26.0%	25.4%	24.4%
净利润(百万元)	977	1085	1367	1710	2136
(+/-)YoY(%)	32.5%	11.0%	26.0%	25.1%	24.9%
全面摊薄EPS(元)	0.87	0.97	1.22	1.52	1.90
毛利率(%)	51.9%	52.8%	55.2%	55.4%	57.2%
净资产收益率(%)	11.1%	10.9%	13.4%	15.0%	16.5%

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年公司EPS为根据最新总股本计算。

表 1 相关上市公司的估值（收盘价日期为 2020.8.28）

代码	股价（元/股）	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2020E	2021E	2020E	2021E
外高桥	15.87	0.90	1.04	17.63	15.26
陆家嘴	12.57	1.00	1.16	12.57	10.84
均值				15.10	13.05

注：各上市公司 EPS 来自海通预测。
资料来源：Wind、海通证券研究所

风险提示：公司租售业务面临加息和政策调控风险，以及经济下滑风险。

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	3352	4226	5297	6591
每股收益	0.97	1.22	1.52	1.90	营业成本	1583	1893	2363	2822
每股净资产	8.84	9.11	10.19	11.53	毛利率%	52.8%	55.2%	55.4%	57.2%
每股经营现金流	-1.25	1.49	1.84	2.26	营业税金及附加	160	232	291	363
每股股利	0.31	0.35	0.45	0.56	营业税金率%	4.8%	5.5%	5.5%	5.5%
价值评估 (倍)					营业费用	41	63	106	165
P/E	15.41	12.23	9.78	7.83	营业费用率%	1.2%	1.5%	2.0%	2.5%
P/B	1.68	1.63	1.46	1.29	管理费用	82	127	159	231
P/S	4.99	3.96	3.16	2.54	管理费用率%	2.4%	3.0%	3.0%	3.5%
EV/EBITDA	11.31	10.13	7.91	5.96	EBIT	1486	1910	2378	3011
股息率%	2.3%	2.7%	3.5%	4.4%	财务费用	79	107	151	170
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.4%	2.5%	2.9%	2.6%
毛利率	52.8%	55.2%	55.4%	57.2%	资产减值损失	0	61	31	41
净利润率	32.4%	32.4%	32.3%	32.4%	投资收益	37	41	45	50
净资产收益率	10.9%	13.4%	15.0%	16.5%	营业利润	1437	1842	2303	2916
资产回报率	4.4%	4.9%	5.6%	6.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	7.1%	9.3%	11.4%	14.2%	利润总额	1436	1841	2303	2916
盈利增长 (%)					EBITDA	1878	2002	2475	3115
营业收入增长率	21.4%	26.0%	25.4%	24.4%	所得税	356	460	576	758
EBIT 增长率	21.1%	28.5%	24.5%	26.6%	有效所得税率%	24.8%	25.0%	25.0%	26.0%
净利润增长率	11.0%	26.0%	25.1%	24.9%	少数股东损益	-4	14	17	22
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1085	1367	1710	2136
资产负债率	58.7%	62.1%	62.0%	61.5%					
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	货币资金	1160	1900	2882	4078
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.3	应收账款及应收票据	181	242	304	378
经营效率指标					存货	3955	5731	7372	9242
应收帐款周转天数	20.9	20.9	20.9	20.9	其它流动资产	2564	2559	2564	2570
存货周转天数	850.2	1105.3	1138.4	1195.4	流动资产合计	7860	10433	13122	16268
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	长期股权投资	9	9	9	9
固定资产周转率	3.6	4.7	6.1	7.8	固定资产	912	885	858	833
					在建工程	4397	4422	4447	4472
					无形资产	257	282	297	305
					非流动资产合计	16745	17219	17668	18100
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	24605	27652	30790	34368
净利润	1085	1367	1710	2136	短期借款	1020	1325	1500	1600
少数股东损益	-4	14	17	22	应付票据及应付账款	370	1068	1333	1592
非现金支出	392	152	128	145	预收账款	1742	2196	2753	3425
非经营收益	-474	89	139	174	其它流动负债	3893	4688	5672	6793
营运资金变动	-2398	53	69	60	流动负债合计	7025	9276	11258	13410
经营活动现金流	-1399	1675	2064	2537	长期借款	4403	4603	4723	4795
资产	-34	-115	-112	-112	其它长期负债	3023	3300	3113	2939
投资	7	-450	-435	-425	非流动负债合计	7426	7902	7836	7734
其他	130	41	45	50	负债总计	14451	17179	19094	21144
投资活动现金流	103	-524	-502	-487	实收资本	1122	1122	1122	1122
债权募资	2282	305	175	172	普通股股东权益	9925	10231	11436	12943
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	229	242	260	281
其他	-647	-715	-755	-1027	负债和所有者权益合计	24605	27652	30790	34368
融资活动现金流	1635	-411	-579	-855					
现金净流量	339	740	982	1196					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日; (2) 以上各表均为简表。2019-2022 年公司 EPS 为根据最新总股本计算。

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,浦东金桥,新湖中宝,碧桂园,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,外高桥,佳兆业美好

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。