

投资评级 优于大市 维持

重组整合初见成效，业绩高增长

股票数据

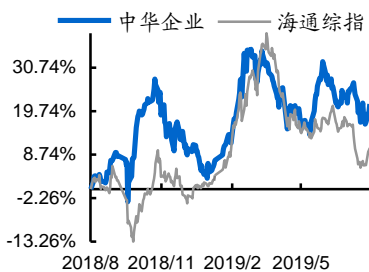
08月23日收盘价(元)	4.83
52周股价波动(元)	4.66-6.95
总股本/流通A股(百万股)	6096/2240
总市值/流通市值(百万元)	29444/10821

相关研究

《一季度业绩大幅增长，转型提升效率体现》
2019.05.02

《中星资产过户完成，结转和投资收益推升业绩》2018.09.06

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.4	-11.0	1.3
相对涨幅(%)	-4.2	-10.7	-5.4

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年半年报。报告期内，公司实现营业收入91.41亿元，同比增加19.22%；归属于上市公司股东的净利润16.72亿元，同比增加100.56%；实现基本每股收益0.27元。
- **2019年上半年，**受结转营业收入的项目增加推动，公司营收增加19.22%；同期公司结转项目毛利率增加使得归母净利润大幅增加100.56%。
- **2019年第2季度，**公司新开工项目1个，无新竣工项目，无新增项目储备。公司目前主要开发项目有31个。根据公司8月23日经营数据公告，公司在第2季度内新开工项目1个（吉林中星总部基地项目），无新竣工项目，无新增项目储备。公司目前主要开发项目有31个，集中于上海市、江苏省、浙江省、安徽省、吉林省，项目包括尚汇豪庭、印象春城、无锡燕尾山庄、杭州中企艮山府及吉林中星总部基地项目等。公司2019年第2季度内（4月-6月）签约面积约5.10万平方米，2019年累计签约面积13.57万平方米；第2季度内签约金额约15.33亿元，2019年累计签约金额约66.34亿元。公司2019年第2季度末出租面积约32.73万平方米，第2季度租金收入约1.56亿元。
- **投资建议。**努力成为上海有重要影响力的房地产开发企业，“优于大市”评级。公司聚焦住宅、商办及存量资产三条业务线，有效提升盈利能力及行业竞争力。目前公司开发项目主要集中于上海，辐射昆山、镇江、苏州、杭州、江阴、无锡等长三角重点城市。2019年上半年，公司签约金额66.34亿元，同比增长155.22%。我们预计公司2019、2020年EPS分别是0.50元和0.59元。我们给予公司2019年11-14倍的动态PE，对应的合理价值区间为5.50-7.00元，维持公司“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司面临加息和政策调控两大风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13080	19286	23114	29042	35748
(+/-)YoY(%)	-7.9%	47.4%	19.9%	25.6%	23.1%
净利润(百万元)	945	2592	3045	3608	4202
(+/-)YoY(%)	45.0%	174.2%	17.5%	18.5%	16.5%
全面摊薄EPS(元)	0.16	0.43	0.50	0.59	0.69
毛利率(%)	26.8%	43.0%	42.1%	42.2%	42.3%
净资产收益率(%)	8.2%	18.9%	18.1%	17.7%	17.1%

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。公司2017-2021年EPS按照最新总股本计算。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

事件:

公司公布 2019 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入 91.41 亿元, 同比增加 19.22%; 归属于上市公司股东的净利润 16.72 亿元, 同比增加 100.56%; 实现基本每股收益 0.27 元。

点评:

2019 年上半年, 受结转营业收入的项目增加推动, 公司营收增加 19.22%; 同期公司结转项目毛利率增加使得归母净利润大幅增加 100.56%。 2019 年上半年, 公司具备结转营业收入条件的项目增加, 这使得公司实现营业收入 91.41 亿元, 同比增加 19.22%; 同期, 受结转项目毛利率增加推动, 公司实现归母净利润 16.72 亿元, 同比增长 100.56%。

根据公司 2019 年半年报披露, 公司利润表分析如下:

表 1 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	7667.48	9140.85	19.22	本期公司结转项目增加
二、营业总成本	6602.31	6240.55	-5.48	
营业成本	5144.60	4019.96	-21.86	本期公司主要结转项目成本较低
营业税金及附加	793.81	1793.23	125.90	本期公司营收结转及毛利率均增加
销售费用	107.24	80.62	-24.83	本期公司销售代理服务费用减少
管理费用	244.68	188.73	-22.87	本期公司职工薪酬减少
财务费用	331.08	155.25	-53.11	本期公司利息收入增加
资产减值损失	-19.10	0.00	-100.00	
投资净收益	481.58	5.46	-98.87	本期计提上海春日置业有限公司等长期股权投资损失大幅增加
三、营业利润	1537.95	2946.93	91.61	本期公司结转项目毛利率较高使得盈利增幅大于营收
加: 营业外收入	11.95	15.26	27.68	
减: 营业外支出	10.84	2.24	-79.35	
四、利润总额	1539.06	2959.95	92.32	
减: 所得税	464.58	805.54	73.39	
五、净利润	1074.49	2154.41	100.51	
减: 少数股东损益	240.97	482.71	100.31	
归属母公司净利润	833.51	1671.70	100.56	本期公司结转项目毛利率较高
六、每股收益				
基本每股收益(元)	0.15	0.27	80.00	
全面摊薄每股收益(元)	0.14	0.27	100.56	

注: 公司经 2018 年度利润分配实施完毕后, 2019 年 6 月末总股本为 60.96 亿股。

资料来源: 2018 年半年报、2019 年半年报、海通证券研究所

根据公司 2019 年 8 月 23 日公告披露: 2019 年第 2 季度, 公司新开工项目 1 个(吉林中星总部基地项目), 无新竣工项目, 无新增项目储备。公司目前主要开发项目有 31 个, 集中于上海市、江苏省、浙江省、安徽省、吉林省, 项目包括尚汇豪庭、印象春城、无锡燕尾山庄、杭州中企艮山府及吉林中星总部基地项目等。公司 2019 年第 2 季度内(4 月-6 月)签约面积约 5.10 万平方米, 2019 年累计签约面积 13.57 万平方米; 第 2 季度内签约金额约 15.33 亿元, 2019 年累计签约金额约 66.34 亿元。公司 2019 年第 2 季度末出租面积约 32.73 万平方米, 第 2 季度租金收入约 1.56 亿元, 主要项目有古北国际财富中心二期、中星城、凉城购物中心、中星铂尔曼大酒店等。

根据公司 2019 年半年报披露, 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析如下:

表 2 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	32.90	56.02	23.12	43.05	本期公司结算项目毛利率较高
净利率	10.87	18.29	7.42	13.44	
资产负债率	77.41	67.06	-10.35	72.39	本期公司资产负债率下降
有息负债率	54.96	52.84	-2.13	52.66	
三项费用占收入比	8.91	4.65	-4.26	7.08	本期公司期间费用降低
ROE	7.47	11.46	3.99	22.68	

(百万元)	1H18	1H19	YOY%	2018	海通分析
总资产	53485.03	49922.98	-6.66	56630.73	本期公司货币资金等流动资产减少
净资产	10026.85	14509.38	44.71	13740.49	
货币现金	12284.22	14235.64	15.89	17604.64	
预收账款	12003.38	7099.45	-40.85	11171.12	本期公司结转项目增加
一年内到期的非流动负债	5054.72	3323.67	-34.25	6852.06	本期一年内到期的非流动负债减少
经营活动现金流净额	678.05	-893.67	-231.80	8554.39	本期公司支付的各项税费增加

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

投资建议：努力成为上海有重要影响力的房地产开发企业，“优于大市”评级。公司聚焦住宅、商办及存量资产三条业务线，有效提升盈利能力及行业竞争力。目前公司开发项目主要集中于上海，辐射昆山、镇江、苏州、杭州、江阴、无锡等长三角重点城市。2019 年上半年，公司签约金额 66.34 亿元，同比增长 155.22%。我们预计公司 2019、2020 年 EPS 分别是 0.50 元和 0.59 元。我们给予公司 2019 年 11-14 倍的动态 PE，对应的合理价值区间为 5.50-7.00 元，维持公司“优于大市”评级。

表 3 上市地产公司的估值（收盘价日期为 2019.8.23）

公司名称	EPS(元/股)		PE (倍)	
	2018	2019E	2018	2019E
南京高科	0.78	0.87	11.76	10.54
天健集团	0.42	0.49	14.10	12.08
均值			12.93	11.31

注：表中天健集团和南京高科 2019 年 EPS 预测值来自海通预测，2018 年 EPS 来自各上市公司年报。天健集团在上次报告后发生了股本变动，本表按照上次报告中的 2018 年的归母净利润和 2019 年的预测归母净利润除以当前最新股本得到相应的全面摊薄 EPS，并对该公司的 2018-2019 年的 PE 做相应修改。
资料来源：上市公司 2018 年年报、海通证券研究所

风险提示：公司面临加息和政策调控两大风险。

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	19286	23114	29042	35748
每股收益	0.43	0.50	0.59	0.69	营业成本	10984	13385	16785	20631
每股净资产	2.25	2.76	3.35	4.04	毛利率%	43.0%	42.1%	42.2%	42.3%
每股经营现金流	1.40	1.17	1.25	1.42	营业税金及附加	2628	3322	4605	6144
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	13.6%	14.4%	15.9%	17.2%
价值评估 (倍)					营业费用	270	347	436	536
P/E	13.12	9.95	8.40	7.21	营业费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	2.48	1.80	1.48	1.23	管理费用	558	693	871	1072
P/S	1.27	1.27	1.01	0.82	管理费用率%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	5.13	4.51	3.23	2.19	EBIT	4845	5367	6345	7365
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	538	312	287	231
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.8%	1.3%	1.0%	0.6%
毛利率	43.0%	42.1%	42.2%	42.3%	资产减值损失	138	137	161	175
净利润率	13.4%	13.2%	12.4%	11.8%	投资收益	470	517	569	626
净资产收益率	18.9%	18.1%	17.7%	17.1%	营业利润	4641	5442	6474	7592
资产回报率	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	营业外收支	66	74	81	90
投资回报率	25.0%	27.3%	30.2%	32.8%	利润总额	4707	5516	6555	7682
盈利增长 (%)					EBITDA	5109	5473	6505	7580
营业收入增长率	47.4%	19.9%	25.6%	23.1%	所得税	1455	1655	1967	2305
EBIT 增长率	208.8%	10.8%	18.2%	16.1%	有效所得税率%	30.9%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润增长率	174.2%	17.5%	18.5%	16.5%	少数股东损益	659	816	981	1175
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2592	3045	3608	4202
资产负债率	72.4%	71.0%	69.9%	68.5%					
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	货币资金	17605	22533	26869	31099
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.6	应收账款及应收票据	127	180	227	279
经营效率指标					存货	21987	23873	27542	31822
应收帐款周转天数	2.8	2.8	2.8	2.8	其它流动资产	3983	4383	5380	6507
存货周转天数	868.0	651.0	598.9	563.0	流动资产合计	43702	50969	60017	69707
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	长期股权投资	1624	1624	1624	1624
固定资产周转率	104.9	61.0	38.2	32.7	固定资产	175	582	939	1246
					在建工程	14	14	14	14
					无形资产	75	112	145	172
					非流动资产合计	12929	16373	20063	24027
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	56631	67343	80080	93734
净利润	2592	3045	3608	4202	短期借款	40	1000	1200	500
少数股东损益	659	816	981	1175	应付票据及应付账款	3762	5116	6416	7886
非现金支出	402	243	321	391	预收账款	11171	13389	16822	20707
非经营收益	-713	112	118	90	其它流动负债	16027	17852	20573	23650
营运资金变动	5613	2921	2581	2798	流动负债合计	31000	37357	45011	52743
经营活动现金流	8554	7137	7609	8656	长期借款	4893	5343	5838	6383
资产	-49	-476	-469	-460	其它长期负债	5102	5102	5102	5102
投资	-5122	-3000	-3300	-3630	非流动负债合计	9996	10446	10941	11485
其他	-3	517	569	626	负债总计	40995	47803	55952	64228
投资活动现金流	-5173	-2958	-3199	-3464	实收资本	5080	6096	6096	6096
债权募资	-2022	960	200	-156	普通股股东权益	13740	16829	20436	24638
股权募资	1968	0	0	0	少数股东权益	1895	2711	3692	4868
其他	-1403	-210	-274	-806	负债和所有者权益合计	56631	67343	80080	93734
融资活动现金流	-1456	750	-74	-961					
现金净流量	1925	4929	4336	4230					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 23 日。公司 2018-2021 年 EPS 按照最新总股本计算。

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,中国恒大,浦东金桥,光大嘉宝,华侨城 A,中国国贸,新潮中宝,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

	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。