

投资评级 **中性** 调低

营收受疫情短期影响，销售去化提速

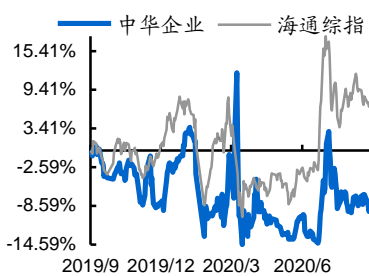
股票数据

09月07日收盘价(元)	4.16
52周股价波动(元)	4.03-5.31
总股本/流通A股(百万股)	6096/2240
总市值/流通市值(百万元)	25360/9320

相关研究

《结转暂时影响利润，管理效能逐步提升》
 2020.05.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.2	-2.9	1.3
相对涨幅(%)	1.1	-2.3	-15.4

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

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49.74亿元，同比减少45.6%；归属于上市公司股东的净利润5.95亿元，同比减少64.4%。
- **2020年上半年，由于报告期内公司具备结转营业收入条件的项目较上年同期减少，公司营收同比减少45.6%；同期，公司归母净利润同比减少64.4%。**
 (1)报告期内，公司实现营业收入49.74亿元，公司实现归属于母公司净利润为5.95亿元；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.66亿元。报告期内压缩带息负债约17.46亿元，期末资产负债率为66.12%。(2)报告期内，公司克服疫情困难，提速销售去化。其中公寓类项目尚汇豪庭实现销售去化约88%；滨江悦府项目实现销售去化约90%；别墅类项目无锡半山壹号实现销售去化约24%，销售业绩跃居无锡市同类产品前三；苏州中华园19天实现销售去化约22%。报告期内，公司累计实现签约面积6.53万平方米，签约金额44.28亿元。(3)报告期内，公司启动100亿公司债券发行，为公司后续经营确保了充足的资金储备。同时，公司聚集资产证券化、年金融资等创新融资模式，有效推动CMBS融资方案和“北金所+交易商协会”组合融资方案，拓展创新融资渠道。
- 根据公司2020年半年报披露：下半年，公司将在确保公司稳定发展和规范运作的基础上，继续巩固和深化住宅、商办及存量资产三条开发运营线，进一步提升核心竞争力，朝着成为上海有重要影响力的房地产开发企业的战略目标砥砺前行。
- **投资建议：公司转型初见成效，“中性”评级。**公司按照既定战略规划，前瞻性地确立了住宅、商办、存量资产三条重要产品线的战略发展方向，坚定不移地聚焦三条产品线的开发和运营。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区域。我们预计公司2020、2021年EPS分别是0.36元和0.42元。考虑到公司转型成效逐步显现，给予公司2020年9-11倍动态PE，对应的合理价值区间为3.24-3.96元，调低至“中性”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

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19286	13282	12209	14710	19811
(+/-)YoY(%)	47.4%	-31.1%	-8.1%	20.5%	34.7%
净利润(百万元)	2592	2340	2179	2534	3359
(+/-)YoY(%)	174.2%	-9.7%	-6.9%	16.3%	32.5%
全面摊薄EPS(元)	0.43	0.38	0.36	0.42	0.55
毛利率(%)	43.0%	54.6%	52.0%	52.3%	52.8%
净资产收益率(%)	18.9%	15.4%	12.6%	12.7%	14.4%

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。

表 1 上市地产公司的估值 (收盘价日期为 2020.9.7)

公司名称	EPS(元/股)		PE (倍)	
	2019	2020E	2019	2020E
南京高科	1.49	1.18	7.75	9.79
天健集团	0.66	0.89	10.82	8.02
均值			9.28	8.91

注: 表中天健集团 2020 年 EPS 预测值来自 Wind 一致预期, 南京高科 2020 年 EPS 预测值来自海通预测。
资料来源: Wind、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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	13282	12209	14710	19811
每股收益	0.38	0.36	0.42	0.55	营业成本	6028	5855	7016	9350
每股净资产	2.49	2.85	3.26	3.81	毛利率%	54.6%	52.0%	52.3%	52.8%
每股经营现金流	-0.13	0.98	0.90	1.18	营业税金及附加	2370	1953	2354	3170
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	17.8%	16.0%	16.0%	16.0%
价值评估 (倍)					营业费用	188	183	221	297
P/E	10.84	11.64	10.01	7.55	营业费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	1.67	1.46	1.27	1.09	管理费用	467	427	588	892
P/S	1.91	2.08	1.72	1.28	管理费用率%	3.5%	3.5%	4.0%	4.5%
EV/EBITDA	6.37	6.16	4.24	2.23	EBIT	4229	3790	4531	6103
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	244	236	291	363
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	1.9%	2.0%	1.8%
毛利率	54.6%	52.0%	52.3%	52.8%	资产减值损失	123	105	111	149
净利润率	17.6%	17.9%	17.2%	17.0%	投资收益	-42	134	147	162
净资产收益率	15.4%	12.6%	12.7%	14.4%	营业利润	3906	3591	4285	5763
资产回报率	4.3%	3.9%	4.0%	4.5%	营业外收支	46	50	55	61
投资回报率	15.4%	15.4%	19.4%	28.7%	利润总额	3951	3641	4340	5824
盈利增长 (%)					EBITDA	4503	3896	4693	6320
营业收入增长率	-31.1%	-8.1%	20.5%	34.7%	所得税	1071	983	1172	1572
EBIT 增长率	-12.7%	-10.4%	19.6%	34.7%	有效所得税率%	27.1%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润增长率	-9.7%	-6.9%	16.3%	32.5%	少数股东损益	540	478	634	893
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2340	2179	2534	3359
资产负债率	68.7%	65.0%	64.0%	64.2%					
流动比率	1.8	1.9	1.9	1.8	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.8	1.0	1.1	1.0	货币资金	13657	18472	22764	28746
现金比率	0.6	0.9	0.9	0.9	应收账款及应收票据	142	124	149	200
经营效率指标					存货	22688	18443	20111	24655
应收帐款周转天数	3.7	3.7	3.7	3.7	其它流动资产	2519	3227	3713	4703
存货周转天数	1352.6	1149.7	1046.2	962.5	流动资产合计	39006	40265	46737	58305
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	长期股权投资	1857	1857	1857	1857
固定资产周转率	75.5	32.2	19.3	18.1	固定资产	176	583	939	1245
					在建工程	45	45	45	45
					无形资产	74	111	144	171
					非流动资产合计	14849	15593	16311	17008
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	53855	55858	63048	75313
净利润	2340	2179	2534	3359	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	540	478	634	893	应付票据及应付账款	2692	3134	3756	5005
非现金支出	388	211	273	366	预收账款	8903	8184	9861	13280
非经营收益	496	470	460	449	其它流动负债	10108	9580	11138	14302
营运资金变动	-4581	2646	1566	2097	流动负债合计	21703	20898	24755	32587
经营活动现金流	-816	5985	5467	7163	长期借款	5941	6091	6256	6438
资产	-55	-500	-495	-489	其它长期负债	9336	9336	9336	9336
投资	-519	-300	-330	-363	非流动负债合计	15277	15427	15592	15774
其他	64	134	147	162	负债总计	36980	36325	40347	48361
投资活动现金流	-510	-666	-678	-691	实收资本	6096	6096	6096	6096
债权募资	112	150	165	182	普通股股东权益	15178	17357	19892	23250
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1697	2175	2809	3702
其他	-2662	-654	-662	-672	负债和所有者权益合计	53855	55858	63048	75313
融资活动现金流	-2551	-504	-497	-490					
现金净流量	-3877	4815	4292	5982					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 07 日; (2) 以上各表均为简表。2018-2022 年 EPS 按照公司最新总股本计算。

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,光大嘉宝,华侨城 A,华润置地,城建发展,碧桂园,新湖中宝,浦东金桥,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,世茂集团,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。