

投资评级 优于大市 维持

归母净利润稳健增长，碧云尊邸今年预售

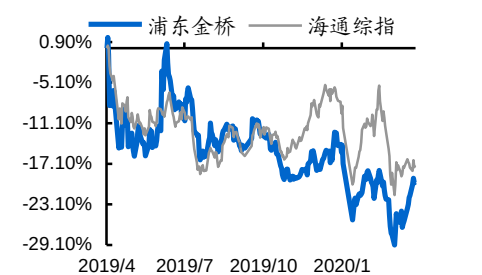
股票数据

04 月 17 日收盘价(元)	12.85
52 周股价波动(元)	11.38-16.92
总股本/流通 A 股(百万股)	1122/850
总市值/流通市值(百万元)	14423/14423

相关研究

《业绩稳健增长，园区提质增效》2019.08.31

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.7	-1.8	-7.0
相对涨幅(%)	2.2	4.1	0.6

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 2019 年年报。报告期内，公司实现营业收入 33.52 亿元，同比增加 21.40%；归属于上市公司股东的净利润为 10.85 亿元，同比增长 11.03%。公司 2019 年度按每 10 股向全体股东分配现金红利 3.10 元(含税)。
- **2019 年，受结转的销售收入有所增加推动，公司营收增加 21.40%；同期，归母净利润增加 11.03%。**2019 年，公司实现营业收入合计 33.52 亿元。其中，房地产销售收入 17.56 亿元，同比增加 45.97%；房地产租赁收入 14.35 亿元，同比增加 2.94%；酒店公寓服务收入 1.53 亿元，同比下滑 3.06%。
- 根据公司 2019 年年报披露：新开工及续建项目：(1) 金桥智谷 (4-02 地块) 项目 (原名由度工坊 V 期) 于 2019 年 9 月开工；(2) 由度工坊 II 期 (34-06)，2019 年年内取得产证并交付运营；(3) OFFICE PARK II 地铁板块项目 (T3-5) 完成工程整体施工，启动竣工验收备案相关工作；(4) Lalaport 啦啦宝都商业综合体项目 (T4-03)，主体实物工程量施工基本完成；(5) 碧云尊邸 (S11 地块住宅) 项目，完成主体结构施工，提交预售许可证申报材料；(6) 由度工坊 III 期 (31-02) 项目，工程按计划推进中；(7) 北郊未来产业园新材料创新基地东、南、北区项目，完成实物工程量施工，预计 2020 年 8 月实现开园。
- 2019 年上半年，公司积极参与新区科创母基金的设立工作，目前母基金已正式运作。2019 年下半年，公司全力推动浦东智能制造产业投资基金 (拟 20 亿元规模，首期约 10 亿元) 组建工作，公司坚持高起点的定位，通过央地合作打造基金品牌，成功引进国内智能龙头中车集团作为基金发起方。2019 年，临港碧云壹零项目保持了良好的销售态势，全年累计收款约 13 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经济技术开发区的开发、运营和管理。公司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、以租为主的经营模式。公司拥有厂房、办公楼、住宅、商铺以及教育、休闲配套等各类投资性物业约 235 万 m²。**根据公司 2019 年年报披露：2020 年，碧云尊邸 (S11 地块住宅) 项目第一批开盘预售，全力以赴回笼资金，并确保 2022 年 3 月末之前交房。**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。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 相关上市公司的估值（收盘价日期为 2020.4.17）

代码	股价（元/股）	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2020E	2021E	2020E	2021E
外高桥	14.64	0.83	0.90	17.64	16.27
陆家嘴	11.03	1.00	1.16	11.03	9.51
均值				14.33	12.89

注：各上市公司 EPS 来自海通预测。原可比公司张江高科不再覆盖，且没有 Wind 盈利一致预期，因此替换为可比公司陆家嘴。
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	13.29	10.55	8.44	6.75	营业费用率%	1.2%	1.5%	2.0%	2.5%
P/B	1.45	1.41	1.26	1.11	管理费用	82	127	159	231
P/S	4.30	3.41	2.72	2.19	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
应收账款周转天数	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：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日。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：中国恒大,我爱我家,世茂股份,华润置地,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,新湖中宝,国创高新,浦东金桥,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,华发股份,招商蛇口,金地集团,金融街,中国海外发展,电子城,融信中国,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经营范围包括证券投资咨询业务。