

投资评级 **中性** 调低

业绩稳健，全力打造自贸区平台

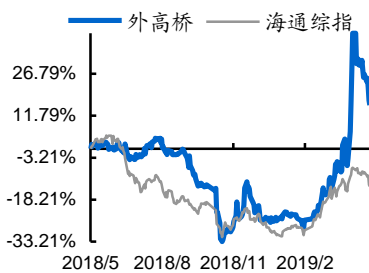
股票数据

04月30日收盘价(元)	22.56
52周股价波动(元)	12.08-27.30
总股本/流通A股(百万股)	1135/935
总市值/流通市值(百万元)	25613/21094

相关研究

《业绩保持稳健，自贸区平台业务拓展顺利》
 2018.05.09

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	26.7	46.4	64.6
相对涨幅 (%)	25.6	39.8	41.6

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 2018 年年报。报告期内，公司实现营业总收入 77.76 亿元，同比减少 13.72%；归属于上市公司股东的净利润 8.30 亿元，同比增加 9.44%；实现基本每股收益 0.73 元。公司每 10 股派发现金红利 2.2 元（含税）。
- 2018 年，受房地产转让出售减少等因素影响，公司营业总收入同比减少 13.72%；同期公司投资净收益提高且房地产转让毛利率较高，使得净利润同比增长 9.44%。**根据公司 2018 年年报披露，2018 年，公司加快商业商贸功能培育，打造产城融合发展新标杆。森兰商都努力打造“自贸跨境&新零售”为主题的特色商业，引进了具有跨境和新零售概念的网易考拉、苏宁极物、DIG PLUS、涉谷站等项目，全年新签项目 15 个，整体签约率 94%。森兰二期项目完成了酒店公寓部分的精装修工程；森兰商都三期项目完成了室外总体工程；创新概念商业标杆综合体——总建筑面积 29 万平的上海森兰·花园城项目将于 2019 年开业，将建成集零售、餐饮、娱乐、创新体验等复合业态的购物和办公综合体。
- 2019 年 3 月，公司拟作为有限合伙人参与出资 4 亿元设立上海浦东科技创新投资基金。根据公司 2018 年年报披露：2019 年，公司计划完成营业总收入 88.67 亿元，预计归属于上市公司股东净利润 8.7 亿元，净资产收益率 8.3%。计划新开工项目面积 82.55 万平，开工项目总投资预算为 68.05 亿元；当年项目计划投资 29.89 亿元。**
- 投资建议。**受益自贸区建设，给予公司“中性”评级。公司秉承“创新自由贸易园区运营商和全产业链集成服务供应商”定位，打造以产业地产为核心载体，商业地产为城市空间，平台经济为服务手段，金融服务为重要支撑，园区服务为配套保障，投资促进为功能引领的新型全产业链产业体系。**根据公司 2018 年年报披露：2019 年，公司计划完成营业总收入 88.67 亿元，预计归属于上市公司股东净利润 8.7 亿元。**据此，我们预计公司 2019、2020 年 EPS 分别是 0.77 元和 0.83 元。我们认为，公司将受益于自贸区推进进程，并受到政策红利、产业升级、地价重估、定位转变和职能升级五大利好，给予公司 2019 年 24-30 倍动态 PE 估值，对应合理价值区间 18.48-23.10 元，给予公司“中性”评级。
- 风险提示：**公司租售业务面临政策调控的风险，以及园区平台业务拓展不顺风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9012.43	7775.53	8867.01	10126.34	11576.48
(+/-)YoY(%)	4.10%	-13.72%	14.04%	14.20%	14.32%
净利润(百万元)	758.80	830.41	876.95	945.03	1023.83
(+/-)YoY(%)	5.02%	9.44%	5.60%	7.76%	8.34%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.73	0.77	0.83	0.90
毛利率(%)	25.35%	26.72%	27.04%	26.97%	26.84%
净资产收益率(%)	7.43%	8.15%	8.09%	8.20%	8.36%

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。

事件:

公司公布 2018 年年报。报告期内, 公司实现营业总收入 77.76 亿元, 同比减少 13.72%; 归属于上市公司股东的净利润 8.30 亿元, 同比增加 9.44%; 实现基本每股收益 0.73 元。公司每 10 股派发现金红利 2.2 元 (含税)。

点评:

2018 年, 受房地产转让出售减少等因素影响, 公司营业总收入同比减少 13.72%; 同期公司投资净收益提高且房地产转让毛利率较高, 使得净利润同比增长 9.44%。 2018 年, 受公司房地产转让出售减少等因素影响, 报告期内公司实现营业总收入 77.76 亿元, 同比减少 13.72%; 同期, 公司投资收益提高 (2018 年 4 季度公司抛售公司可供-股票, 收益增加) 且房地产转让毛利率较高, 这使得公司实现净利润 8.30 亿元, 同比增加 9.44%。

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

(%)	2017	2018	Ppt	海通分析
毛利率	25.35	26.72	1.37	2018 年公司房地产转让出售毛利率较高且投资收益提高
净利率	8.42	10.68	2.26	
资产负债率	65.79	65.60	-0.19	2018 年公司负债水平下降
有息负债率	61.46	58.57	-2.89	
三项费用占收入比	9.93	12.55	2.62	2018 年公司费用水平上升
ROE	7.61	8.11	0.50	
(百万元)	2017	2018	YOY%	海通分析
总资产	31290.23	31081.79	-0.67	2018 年公司资产规模减少
净资产	10211.47	10187.68	-0.23	
货币现金	2965.18	1705.94	-42.47	2018 年公司偿还银行借款, 货币资金余额减少; 2018 年公司分公司预收森兰名轩二期第二批的房款约 15 亿元
预收账款	1355.65	2184.02	61.11	
一年内到期的非流动负债	378.00	907.50	140.08	2018 年公司收到名轩二期第二批预售房款 15 亿所致, 较上年同期有所减少(上年同期 D1-4 在建工程转让收款 26 亿元)
经营活动现金流净额	1947.81	716.26	-63.23	

资料来源: 2017 年年报、2018 年年报、海通证券研究所

根据公司 2018 年年报披露, 2018 年, 公司加快商业商贸功能培育, 打造产城融合发展新标杆。森兰商都努力打造“自贸跨境&新零售”为主题的特色商业, 引进了具有跨境和新零售概念的网易考拉、苏宁极物、DIG PLUS、涉谷站等项目, 全年新签项目 15 个, 整体签约率 94%。森兰二期项目完成了酒店公寓部分的精装修工程; 森兰商都三期项目完成了室外总体工程; 创新概念商业标杆综合体——总建筑面积 29 万平的上海森兰·花园城项目将于 2019 年开业, 将建成集零售、餐饮、娱乐、创新体验等复合业态的购物和办公综合体。

公司积极培育总部经济项目, 发挥带动牵引作用。施坦威亚太区总部项目正式落成; 纳斯达克上市企业万国数据公司设立投资性中国区总部万数(上海)投资有限公司; 金士顿公司顺利完成跨国公司地区总部的设立; 澳大利亚昂科集团完成亚太区总部升级; 蔡司公司完成地区总部功能拓展; 盈德气体集团总部办公入驻森兰。截止 2018 年底, 外高桥保税区已有 92 家企业获得跨国公司地区总部认定。

公司利润表分析如下:

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2017	2018	YOY%	海通分析
一、营业总收入	9012.43	7775.53	-13.72	2018 年公司房地产转让出售减少等因素所致
营业收入	8951.96	7710.83	-13.86	
二、营业总成本	8160.92	7044.81	-13.68	
营业成本+利息支出+ 手续费及佣金支出	6727.71	5697.62	-15.31	
营业成本	6718.16	5681.82	-15.43	2018 年公司房地产转让出售毛利率较高
营业税金及附加	568.61	247.35	-56.50	2018 年公司房产转让业务规模较上年同期减少所致
销售费用	262.48	277.28	5.64	
管理费用	440.98	421.65	-4.38	
财务费用	191.19	277.12	44.94	2018 年公司房地产业务利息资本化比例金额减少, 利息支出增加所致
资产减值损失	-43.10	117.42	—	2018 年公司按账龄会计政策计提坏账准备的增加所致
投资净收益	204.62	447.58	118.74	2018 年 4 季度公司抛售公司可供-股票, 收益增加
三、营业利润	1090.74	1220.84	11.93	2018 年公司投资净收益提高且房地产转让毛利率较高
加: 营业外收入	21.05	3.70	-82.42	
减: 营业外支出	5.10	29.21	472.75	2018 年公司固定资产报废损失减少以及涉诉赔偿的增加
四、利润总额	1106.69	1195.34	8.01	
减: 所得税	299.62	308.77	3.05	
五、净利润	807.07	886.57	9.85	
减: 少数股东损益	48.27	56.16	16.35	
归属母公司净利润	758.80	830.41	9.44	2018 年公司固定资产报废损失减少以及涉诉赔偿的增加
六、每股收益				
基本每股收益(元)	0.67	0.73	8.96	

注: 表中基本每股收益增幅 8.96% (也是公司 2018 年年报披露数据) 是根据四舍五入取整数后的 2017-2018 年 EPS 计算得到, 即 $(0.73/0.67-1)*100\%=8.96\%$ 。如果不考虑四舍五入取整, 则应该为 $(0.7314/0.6683-1)*100\%=9.44\%$ 。表中“营业成本+利息支出+手续费及佣金支出”是携宁财务系统采用的“营业成本”概念。
资料来源: 2017 年年报、2018 年年报、海通证券研究所

2019 年 3 月, 公司拟作为有限合伙人参与出资 4 亿元设立上海浦东科技创新投资基金。2019 年 3 月 22 日, 公司公告称, 公司拟作为有限合伙人参与出资设立“上海浦东科技创新投资基金”。浦东科创投资基金认缴出资总额为人民币 55.01 亿元 (以实际募集规模为准)。公司作为有限合伙人认缴出资人民币 4 亿元。

根据公司 2018 年年报披露: 2019 年, 公司计划完成营业总收入 88.67 亿元, 预计归属于上市公司股东净利润 8.7 亿元, 净资产收益率 8.3%。计划新开工项目面积 82.55 万平, 开工项目总投资预算为 68.05 亿元; 当年项目计划投资 29.89 亿元。

根据公司项目进度, 我们预计 2019 年公司合计结算面积约 3.04 万平, 合计结算收入 12.92 亿元; 2020 年, 我们预计将有更多项目进入结算, 合计结算面积 3.89 万平, 合计结算收入 17.90 亿元。

表 3 2019-2020 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表

项目	19 年结算面积预测值 (万平)	20 年结算面积预测值 (万平)	19 年结算收入预测值 (百万元)	20 年结算收入预测值 (百万元)
森兰星河湾 A11-2、A11-4	0.43	0.60	214.31	298.57
森兰外高桥 A2-3 项目	0.14	0.20	71.57	99.71
森兰商都二期 D5-3	0.26	0.74	131.74	369.37
森兰商都三期 D4-3	0.15	0.41	73.34	205.63
森兰国际四期 D3-2	0.38	0.52	187.96	261.86
森兰 D03-03-1	0.02	0.03	11.81	13.25
森兰 E2-2	0.04	0.06	21.29	29.66
东沟楔形绿地 A11-3 地块配套幼儿园项目	0.03	0.01	15.37	6.89
上海国际艺术品保税服务中心项目/G3-01 及 G3-02	0.23	0.31	67.50	94.04
新发展 H10 地块新建项目/24-H10	0.50	0.22	149.03	66.85
物流园区二期 5-3 地块仓库 (二期)	0.26	0.12	77.18	34.62

外高桥保税区 F2-03 地块综合服务楼	0.08	0.03	37.90	17.00
物流园区二期 5-3 地块仓库 (一期)	0.17	0.12	50.14	37.49
森兰名轩 A12-1	0.29	0.40	142.70	198.80
801#海韵苑	0.05	0.06	22.53	31.38
801#海韵商业中心	0.04	0.05	18.03	25.11
合计	3.04	3.89	1292.38	1790.24

资料来源: 公司 2018 年年报、海通证券研究所

同时, 假设公司 2019-2020 年的房地产租金收入、其他业务收入增速均为 10%, 则可知公司 2019-2020 年合计营业总收入分别为 88.67 亿元和 101.26 亿元。

表 4 2019-2020 年公司分项目业务收入预测表 (百万元)

业务收入	2019E	2020E
房地产开发收入	1292.38	1790.24
租赁业务收入	1603.12	1767.44
其他业务收入	5971.51	6568.66
合计	8867.01	10126.34

注: 业绩预测来自海通证券地产组盈利预测。

资料来源: 公司 2018 年年报、海通证券研究所

投资建议: 受益自贸区建设, 给予公司“中性”评级。公司秉承“创新自由贸易园区运营商和全产业链集成服务供应商”定位, 打造以产业地产为核心载体, 商业地产为城市空间, 平台经济为服务手段, 金融服务为重要支撑, 园区服务为配套保障, 投资促进为功能引领的新型全产业链产业体系。**根据公司 2018 年年报披露: 2019 年, 公司计划完成营业总收入 88.67 亿元, 预计归属于上市公司股东净利润 8.7 亿元。**据此, 我们预计公司 2019、2020 年 EPS 分别是 0.77 元和 0.83 元。我们认为, 公司将受益于自贸区推进进程, 并受到政策红利、产业升级、地价重估、定位转变和职能升级五大利好, 给予公司 2019 年 24-30 倍动态 PE 估值, 对应合理价值区间 18.48-23.10 元, 给予公司“中性”评级。

表 3 上海自贸区相关的上市公司的估值 (收盘价日期为 2019.4.30)

代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)		PE (倍)	
		2018	2019E	2018	2019E
浦东金桥	15.43	0.87	1.1	17.74	14.03
张江高科	20.24	0.35	0.48	57.83	42.17
均值				37.78	28.10

注: 表中浦东金桥和张江高科 2019 年 EPS 预测值来自海通预测, 2018 年 EPS 来自各自上市公司年报。因海通地产组未撰写上海临港跟踪报告超过一年以上, 且 Wind 没有该公司的盈利预测的一致预期值, 从而不再覆盖该对标公司。

资料来源: 上市公司 2018 年年报、海通证券研究所

风险提示: 公司租售业务面临政策调控的风险, 以及园区平台业务拓展不顺风险。

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	7775.53	8867.01	10126.34	11576.48
每股收益	0.73	0.77	0.83	0.90	营业成本	5697.62	6469.62	7395.41	8469.92
每股净资产	8.97	9.55	10.15	10.79	毛利率%	26.72%	27.04%	26.97%	26.84%
每股经营现金流	0.63	1.05	0.93	1.02	营业税金及附加	247.35	505.42	607.58	729.32
每股股利	0.000	0.200	0.230	0.265	营业税金率%	3.18%	5.70%	6.00%	6.30%
价值评估 (倍)					营业费用	277.28	354.68	405.05	463.06
P/E	30.90	29.21	27.10	25.02	营业费用率%	3.57%	4.00%	4.00%	4.00%
P/B	2.51	2.36	2.22	2.09	管理费用	421.65	487.69	556.95	636.71
P/S	3.29	2.89	2.53	2.21	管理费用率%	5.42%	5.50%	5.50%	5.50%
EV/EBITDA	19.04	29.43	25.59	22.62	EBIT	1133.33	1049.60	1161.35	1277.48
股息率 (%)	0.00%	0.89%	1.02%	1.17%	财务费用	277.12	274.49	318.36	373.20
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.56%	3.10%	3.14%	3.22%
毛利率	26.72%	27.04%	26.97%	26.84%	资产减值损失	117.42	0.00	0.00	0.00
净利润率	11.40%	10.58%	9.98%	9.46%	投资收益	447.58	492.34	541.57	595.73
净资产收益率	8.15%	8.09%	8.20%	8.36%	营业利润	1220.84	1267.46	1384.56	1500.01
资产回报率	2.67%	2.95%	3.13%	3.23%	营业外收支	-25.51	0.00	0.00	0.00
投资回报率	17.89%	15.82%	15.59%	15.82%	利润总额	1195.34	1267.46	1384.56	1500.01
盈利增长 (%)					EBITDA	1766.41	1124.58	1284.63	1438.89
营业收入增长率	-13.72%	14.04%	14.20%	14.32%	所得税	308.77	329.54	373.83	405.00
EBIT 增长率	11.92%	-7.39%	10.65%	10.00%	有效所得税率%	25.83%	26.00%	27.00%	27.00%
净利润增长率	9.85%	5.79%	7.76%	8.34%	少数股东损益	56.16	60.96	65.70	71.18
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	830.41	876.95	945.03	1023.83
资产负债率	65.6%	61.6%	59.8%	59.1%					
流动比率	0.99	1.00	1.05	1.12	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.34	0.54	0.70	0.87	货币资金	1705.94	2806.09	3776.53	5049.83
现金比率	0.36	0.55	0.72	0.94	应收款项	521.66	488.52	446.32	357.17
经营效率指标					存货	9706.62	5769.13	3956.81	2719.02
应收帐款周转天数	25.14	20.11	16.09	11.26	其它流动资产	1255.42	1632.04	1958.45	2350.14
存货周转天数	650.96	325.48	195.29	117.17	流动资产合计	15058.58	12799.09	12489.84	13114.13
总资产周转率	0.25	0.29	0.34	0.37	长期股权投资	866.36	866.36	866.36	866.36
固定资产周转率	7.35	6.94	5.38	4.73	固定资产	964.72	1664.72	2364.72	3064.72
					在建工程	425.36	425.36	425.36	425.36
					无形资产	64.30	35.56	58.80	46.24
					非流动资产合计	16023.21	16911.09	17731.87	18540.68
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	31081.79	29710.18	30221.71	31654.81
净利润	830.41	876.95	945.03	1023.83	短期借款	4842.66	4842.66	4842.66	4842.66
少数股东损益	56.16	60.96	65.70	71.18	应付账款	1443.69	1230.62	984.70	1014.99
非现金支出	750.50	74.98	123.28	161.41	预收账款	2184.02	1494.36	1194.62	1092.55
非经营收益	-160.75	-509.45	-435.66	-498.71	其它流动负债	2779.97	1389.98	1111.99	889.59
营运资金变动	-760.06	691.40	352.16	395.87	流动负债合计	15261.66	12815.72	11922.26	11708.30
经营活动现金流	716.26	1194.84	1050.51	1153.57	长期借款	942.77	1542.77	2292.77	3230.27
资产	-459.39	-671.26	-731.61	-694.03	其它长期负债	4184.02	3947.50	3852.90	3767.75
投资	415.19	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	5126.78	5490.27	6145.66	6998.02
其他	221.00	-492.34	-541.57	-595.73	负债总计	20388.45	18305.99	18067.92	18706.32
投资活动现金流	176.80	-1163.60	-1273.18	-1289.76	实收资本	1135.35	1135.35	1135.35	1135.35
债权募资	-1140.53	363.49	655.39	852.36	普通股股东权益	10187.68	10837.56	11521.47	12245.00
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	505.66	566.63	632.33	703.50
其他	-163.14	-279.25	-545.43	-634.34	负债和所有者权益合计	31081.79	29710.18	30221.71	31654.81
融资活动现金流	-1303.67	84.24	109.96	218.02					
现金净流量	-410.61	115.48	-112.71	81.83					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 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,新湖中宝,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,世茂股份,国创高新,光明地产,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,中国海外发展,招商蛇口,金融街,蓝光发展,龙湖集团,融创中国,金地集团,天保基建,融信中国,北辰实业,电子城,张江高科,中南建设

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。