

**投资评级 优于大市 维持**

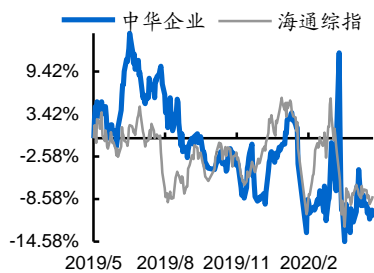
## 结转暂时影响利润，管理效能逐步提升

**股票数据**

04月30日收盘价(元)	4.23
52周股价波动(元)	4.03-6.65
总股本/流通A股(百万股)	6096/2240
总市值/流通市值(百万元)	25787/9477

**相关研究**

 《重组整合初见成效，业绩高增长》  
 2019.08.25

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.2	1.2	-7.2
相对涨幅(%)	-3.3	1.9	-5.0

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:**

- 事件一。**公司公布2019年年报。报告期内，公司实现营业总收入132.82亿元，同比减少31.13%；归属于上市公司股东的净利润23.40亿元，同比减少9.73%。公司2019年度拟向全体股东每10股派发现金红利1.38元(含税)。
- 事件二。**公司公布2020年一季报。报告期内，公司实现营业总收入13.25亿元，同比减少80.44%；归属于上市公司股东的净利润1.21亿元，同比减少90.78%。
- 2019年，公司具备结转营业收入条件的项目减少，导致公司营收同比减少31.13%，归母净利润同比减少9.73%。2020年一季度，公司具备结转营业收入条件的项目减少，导致公司营收同比减少80.44%，归母净利润同比减少90.78%。**根据公司2019年年报披露：(1)2019年，公司实现营业总收入132.82亿元。其中，开发产品收入119.71亿元，同比减少33.39%；出租开发产品收入6.20亿元，同比减少4.62%。(2)2019年，公司通过公开市场招拍挂成功竞得杨浦区新江湾社区N091104单元B2-01地块，实现中华企业七年来市场化土地获取“零突破”。公司报告期内与香港信德集团成立合资公司，完成华侨城集团苏河湾项目50%股权收购项目的相关合同签署。(3)2019年，公司全年新房累计销售签约额95亿元，累计签约面积22.15万平方米，荣列上海房企权益销售金额排行榜50强。2019年公司新推楼盘销售项目4个，其中：中企滨江金融中心实现销售登记备案，完成当年目标；滨江悦府项目一个半月实现销售去化约90%；尚汇豪庭三期半月内实现销售去化约83%。针对中企库存货值，公司采取大宗交易、圈层突破等多种方式，实现印象春城A栋整栋销售，中星红庐、清水湾和香堤艺墅三个项目尾盘清盘和古北萃庭滞销车位去化。同时，完成经营性不动产港泰广场5层D室转让事项的产权交易合同签署工作。
- 投资建议。向房地产开发及综合服务商转型，“优于大市”评级。**公司是上海地产集团旗下市场化房地产开发的主要平台。公司聚焦住宅、商办以及存量资产三条产品线的开发和运营，在深耕上海市场的同时布局环沪及长三角区域，辐射昆山、镇江、苏州、杭州、江阴、无锡、合肥等重点城市。我们预计公司2020、2021年EPS分别是0.49元和0.61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4.41-5.39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**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19286	13282	16657	20870	26272
(+/-)YoY(%)	47.4%	-31.1%	25.4%	25.3%	25.9%
净利润(百万元)	2592	2340	3015	3710	4577
(+/-)YoY(%)	174.2%	-9.7%	28.9%	23.1%	23.4%
全面摊薄EPS(元)	0.43	0.38	0.49	0.61	0.75
毛利率(%)	43.0%	54.6%	52.8%	53.1%	53.4%
净资产收益率(%)	18.9%	15.4%	16.6%	16.9%	17.3%

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。

根据公司开发项目进度,我们预计 2020-2021 年公司合计结算面积分别为 28.50 万平、36.10 万平,相应的 2020-2021 年合计地产结算收入分别为 152.84 亿元、193.60 亿元。

**表 1 2020-2021 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表**

项目	20 年结算面积 (万平)	21 年结算面积 (万平)	20 年结算收入 (百万元)	21 年结算收入 (百万元)
黄浦江沿岸 E8E10 单元 E23-3 地块项目	0.35	0.44	277.89	352.00
黄浦江沿岸 E10 单元 E07-2 地块住宅商业项目	0.24	0.31	36.32	46.00
黄浦江沿岸 E10 单元 E06-2 地块商业办公项目	0.79	1.00	118.42	150.00
黄浦江沿岸 E8 单元 E17-4 地块商业办公项目	0.20	0.25	60.00	76.00
黄浦江沿岸 E8 单元 E15-3 地块项目	0.27	0.35	218.95	277.33
黄浦江沿岸 E10 单元 E08-1 地块商业办公项目	0.17	0.21	134.74	170.67
黄浦江沿岸 E10 单元 E04-4 项目	0.60	0.76	480.00	608.00
黄浦江沿岸 E10 单元 E04-02 地块	0.60	0.76	480.00	608.00
世博 E06-04A 地块 (世博北楼项目)	0.55	0.70	442.95	561.07
印象春城	4.91	6.21	3924.21	4970.67
雪野家园	0.09	0.12	75.79	96.00
杨浦区平凉社区 0215-03 地块商办楼项目	0.43	0.55	345.26	437.33
黄浦江沿岸 W7 单元 0313-06 地块商业项目	0.07	0.09	58.95	74.67
尚汇豪庭	2.74	3.47	2736.84	3466.67
南站地区 278a-06 地块商品房项目 (徐汇公园道壹号南块)	1.49	1.89	1195.79	1514.67
古北香堤艺墅	0.93	1.17	463.16	586.67
古北萃庭	1.24	1.57	621.05	786.67
江阴中企上城	1.72	2.17	343.16	434.67
无锡燕尾山庄	0.46	0.59	92.63	117.33
无锡誉品中城	3.11	3.93	621.05	786.67
跑马山项目	0.85	1.07	127.26	161.20
罗家头项目	0.83	1.05	124.74	158.00
苏州燕回平门里项目	0.26	0.33	65.79	83.33
昆山中华园路商住楼项目 D 区	1.02	1.29	153.16	194.00
杭州中企艮山府	1.63	2.07	489.47	620.00
海耀商务中心	1.16	1.47	173.68	220.00
吉林中星总部基地项目	1.78	2.25	1423.16	1802.67
合计	28.50	36.10	15284.42	19360.27

资料来源:公司 2019 年年报、海通证券研究所

假设公司房地产租金收入、其他业务收入年均增长均为 10%,则我们预计 2020-2021 年公司各项业务收入合计分别为 166.57 亿元、208.70 亿元。

**表 2 2020-2021 年公司业务收入情况预测 (百万元)**

项目业务模式	2020 年	2021 年
房地产开发收入	15284.42	19360.27
房地产租金收入	681.58	749.74
其他业务收入	691.15	760.26
合计	16657.15	20870.27

资料来源:公司 2019 年年报、海通证券研究所

**表 3 上市地产公司的估值 (收盘价日期为 2020.4.30)**

公司名称	EPS(元/股)		PE (倍)	
	2019	2020E	2019	2020E
南京高科	1.10	1.02	8.07	8.71
天健集团	0.66	0.82	9.68	7.79
均值			8.88	8.25

注:表中天健集团 2020 年 EPS 预测值来自 Wind 一致预期,南京高科 2019-2020 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>13282</b>	<b>16657</b>	<b>20870</b>	<b>26272</b>
每股收益	0.38	0.49	0.61	0.75	营业成本	6028	7855	9785	12253
每股净资产	2.49	2.98	3.59	4.34	毛利率%	54.6%	52.8%	53.1%	53.4%
每股经营现金流	-0.13	1.09	1.24	1.54	营业税金及附加	2370	2682	3360	4230
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	17.8%	16.1%	16.1%	16.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	188	250	313	394
P/E	11.02	8.55	6.95	5.63	营业费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	1.70	1.42	1.18	0.97	管理费用	467	583	835	1182
P/S	1.94	1.55	1.24	0.98	管理费用率%	3.5%	3.5%	4.0%	4.5%
EV/EBITDA	6.46	4.41	2.61	1.13	EBIT	4229	5288	6577	8212
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	244	228	261	316
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.8%	1.4%	1.2%	1.2%
毛利率	54.6%	52.8%	53.1%	53.4%	资产减值损失	123	141	161	177
净利润率	17.6%	18.1%	17.8%	17.4%	投资收益	-42	122	134	147
净资产收益率	15.4%	16.6%	16.9%	17.3%	<b>营业利润</b>	<b>3906</b>	<b>5049</b>	<b>6298</b>	<b>7875</b>
资产回报率	4.3%	4.7%	4.9%	5.1%	营业外收支	46	50	55	61
投资回报率	15.4%	21.0%	28.5%	41.0%	<b>利润总额</b>	<b>3951</b>	<b>5099</b>	<b>6353</b>	<b>7936</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	4503	5394	6739	8429
营业收入增长率	-31.1%	25.4%	25.3%	25.9%	所得税	1071	1377	1715	2143
EBIT 增长率	-12.7%	25.0%	24.4%	24.9%	有效所得税率%	27.1%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润增长率	-9.7%	28.9%	23.1%	23.4%	少数股东损益	540	707	928	1217
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2340</b>	<b>3015</b>	<b>3710</b>	<b>4577</b>
资产负债率	68.7%	67.7%	66.4%	65.2%					
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.7	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	货币资金	13657	19126	25515	33716
现金比率	0.6	0.7	0.7	0.8	应收账款及应收票据	142	169	211	266
<b>经营效率指标</b>					存货	22688	24741	28048	32313
应收帐款周转天数	3.7	3.7	3.7	3.7	其它流动资产	2519	4090	4908	5957
存货周转天数	1352.6	1149.7	1046.2	962.5	流动资产合计	39006	48126	58682	72252
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	长期股权投资	1857	1857	1857	1857
固定资产周转率	75.5	43.9	27.4	24.1	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
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>53855</b>	<b>63719</b>	<b>74994</b>	<b>89260</b>
净利润	2340	3015	3710	4577	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	540	707	928	1217	应付票据及应付账款	2692	4205	5238	6559
非现金支出	388	247	322	394	预收账款	8903	11166	13990	17611
非经营收益	496	482	474	464	其它流动负债	10108	12323	14938	18287
营运资金变动	-4581	2200	2144	2745	流动负债合计	21703	27694	34166	42457
<b>经营活动现金流</b>	<b>-816</b>	<b>6651</b>	<b>7578</b>	<b>9396</b>	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	122	134	147	<b>负债总计</b>	<b>36980</b>	<b>43121</b>	<b>49758</b>	<b>58231</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-510</b>	<b>-678</b>	<b>-691</b>	<b>-705</b>	实收资本	6096	6096	6096	6096
债权募资	112	150	165	182	普通股股东权益	15178	18193	21904	26480
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1697	2404	3332	4548
其他	-2662	-654	-662	-672	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>53855</b>	<b>63719</b>	<b>74994</b>	<b>89260</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2551</b>	<b>-504</b>	<b>-497</b>	<b>-490</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-3877</b>	<b>5469</b>	<b>6389</b>	<b>8201</b>					

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 (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,华润置地,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,国创高新,浦东金桥,新湖中宝,世茂房地产,雅生活服务,金科股份,中华企业,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,金地集团,华发股份,招商蛇口,金融街,中国海外发展,电子城,融信中国,外高桥

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。