

**投资评级 优于大市 维持**

## 收购集团土地，销售抵御疫情不利影响

### 股票数据

03月20日收盘价(元)	2.67
52周股价波动(元)	2.52-4.43
总股本/流通A股(百万股)	3367/2660
总市值/流通市值(百万元)	8990/8990

### 相关研究

《全年业绩稳健，会展业务持续增长》  
2019.03.25

《结算结构推动公司业绩稳健增长》  
2018.08.30

《结转资源增加推动公司业绩大增》  
2018.02.01

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.6	-17.1	-17.9
相对涨幅 (%)	4.2	-4.4	-8.8

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:

- 公司各企业持续打好疫情防控阻击战，为疫情后业务顺利开展打下良好基础。**  
**物业：**自疫情发生以来，北辰信诚物业公司始终坚守在社区防控第一线，与社区守望相助，联防联控，确保所辖区域的安全稳定。**会展：**会展集团疫情防控工作领导小组积极响应集团统一部署，紧急调配人员派往社区抗“疫”一线。**酒店：**林芝北辰五洲皇冠酒店第一时间响应当地政府酒店暂停营业、延长假期、推迟复工的要求。**写字楼：**在实际工作中，时代商业项目根据商业项目业态特点，采取多重措施，为进入购物中心的人员提供防疫保障。
- 2020年1-2月，尽管存在疫情的不利影响，但公司依然实现了销售额排名的上升。**根据克而瑞数据库《中国房地产企业销售排行榜单》，2019年，公司全年实现全口径销售金额236.2亿元（排名101位）。2020年1-2月，在疫情的不利影响下，公司仍实现了全口径销售金额22.3亿元（排名75位），行业名次上升。同时，由于公司2019年1-2月的全口径销售数据低于克而瑞公布的最后第100名的绿都地产15.42亿元的同期销售数据而未能进入克而瑞公布名单，因此我们预计公司2020年1-2月全口径销售金额同比增长44.6%（=22.3/15.42-1）以上。
- 收购集团公司土地资产，提升融资空间。**根据公司2019年9月28日关联交易公告披露：公司拟以现金收购北京北辰实业集团有限责任公司持有的北京市朝阳区北辰东路8号亚运村内部部分土地使用权，拟转让的土地共计23.55万平，不含税的初步评估值约为人民币47.39亿元（折合2.01万元/平），土地用途为公寓、办公、商业、地下商业、地下办公、地下车库以及地下仓储。标的资产及其地上建筑物于2019年、2020年、2021年完整的会计年度预计实现的收入分别不低于人民币8.08亿元、7.62亿元、8.93亿元。我们认为，该项交易为公司未来对亚运村内公司物业进行升级改造创造了条件，并解决资产完整性问题，进一步提升公司融资空间。
- 投资建议。**创建一流的复合地产和会展品牌，“优于大市”评级。公司主营业务包括发展物业、投资物业（含酒店）。项目集中在华北、华中、华东、西南等15个热点区域的重点城市。公司持有并经营的物业包括会展、酒店、写字楼、公寓、养老等业态，面积逾127万平，其中120万平均位于北京亚奥核心区。此外，公司已成为国内管理场馆总面积最大的会展品牌企业。我们预计公司2019-2020年EPS分别0.44元和0.54元，对应RNAV是12.38元。考虑到公司正创建一流的复合地产和会展品牌，资产优良，给予公司2019年9倍PE和0.40倍的RNAV，对应的合理价值区间为3.96元-4.95元，给予公司“优于大市”评级。**风险提示。**公司面临疫情波动和地产政策调控两大风险。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15457	17864	21207	26320	29869
(+/-)YoY(%)	57.2%	15.6%	18.7%	24.1%	13.5%
净利润(百万元)	1140	1190	1473	1812	2264
(+/-)YoY(%)	89.9%	4.3%	23.8%	23.0%	24.9%
全面摊薄EPS(元)	0.34	0.35	0.44	0.54	0.67
毛利率(%)	32.9%	33.5%	30.6%	29.4%	30.1%
净资产收益率(%)	9.1%	7.8%	8.8%	9.8%	10.9%

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

表 1 公司 RNAV 估值 (收盘价日期为 2020.3.20)

地产业务净权益增加值 (百万元)	16029.30
出租和自营业务 (百万元)	10436.28
2018 年净资产账面价值 (百万元)	15217.46
NAV (百万元)	41683.04
股本 (百万股)	3367.02
每股 RNAV (元/股)	12.38

资料来源: 公司 2018 年年报、海通证券研究所

表 2 转型类上市地产公司的估值 (收盘价日期为 2020.3.20)

代码	上市公司	RNAV (元/股)	股价/RNAV (倍)	2019 年 EPS (元/股)	2019 年 PE (倍)
600736.SH	苏州高新	14.85	0.37	0.62	8.95
000090.SZ	天健集团	15.88	0.29	0.64	7.17
均值			0.33		8.06

注: 2019 年 EPS 预测来自海通地产。原可比公司大名城已不再覆盖且 Wind 没有盈利一致预期, 所以替换为可比公司苏州高新。

资料来源: 海通证券研究所

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>17864</b>	<b>21207</b>	<b>26320</b>	<b>29869</b>
每股收益	0.35	0.44	0.54	0.67	营业成本	11882	14718	18591	20870
每股净资产	4.52	4.96	5.50	6.17	毛利率%	33.5%	30.6%	29.4%	30.1%
每股经营现金流	0.75	1.13	1.29	1.50	营业税金及附加	1172	1559	1935	2196
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	6.6%	7.4%	7.4%	7.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	507	636	790	896
P/E	7.56	6.10	4.96	3.97	营业费用率%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
P/B	0.59	0.54	0.49	0.43	管理费用	890	1060	1316	1493
P/S	0.50	0.42	0.34	0.30	管理费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	6.86	6.30	4.33	2.48	EBIT	3413	3234	3689	4414
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	546	395	314	219
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.1%	1.9%	1.2%	0.7%
毛利率	33.5%	30.6%	29.4%	30.1%	资产减值损失	236	180	198	218
净利润率	6.7%	6.9%	6.9%	7.6%	投资收益	190	152	167	183
净资产收益率	7.8%	8.8%	9.8%	10.9%	<b>营业利润</b>	<b>2806</b>	<b>2817</b>	<b>3350</b>	<b>4168</b>
资产回报率	1.3%	1.5%	1.6%	1.9%	营业外收支	-6	-4	-4	-4
投资回报率	7.5%	7.9%	9.6%	12.2%	<b>利润总额</b>	<b>2800</b>	<b>2813</b>	<b>3346</b>	<b>4164</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3551	3254	3719	4452
营业收入增长率	15.6%	18.7%	24.1%	13.5%	所得税	807	703	836	1041
EBIT 增长率	49.1%	-5.3%	14.1%	19.7%	有效所得税率%	28.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	4.3%	23.8%	23.0%	24.9%	少数股东损益	804	637	698	859
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1190</b>	<b>1473</b>	<b>1812</b>	<b>2264</b>
资产负债率	81.7%	80.6%	80.8%	79.7%					
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	货币资金	13757	17779	22249	27114
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.4	应收账款及应收票据	70	102	127	144
<b>经营效率指标</b>					存货	60396	62255	71168	75898
应收账款周转天数	1.8	1.8	1.8	1.8	其它流动资产	8755	9239	10766	11747
存货周转天数	1734.8	1543.9	1397.3	1327.4	流动资产合计	82978	89376	104310	114904
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	长期股权投资	328	328	328	328
固定资产周转率	7.2	7.6	8.6	9.4	固定资产	2583	2963	3133	3255
					在建工程	3	3	3	3
					无形资产	13	13	13	13
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	非流动资产合计	8917	8117	7289	6493
净利润	1190	1473	1812	2264	<b>资产总计</b>	<b>91894</b>	<b>97493</b>	<b>111599</b>	<b>121397</b>
少数股东损益	804	637	698	859	短期借款	1100	1000	800	300
非现金支出	374	200	228	256	应付票据及应付账款	6725	7383	9326	10470
非经营收益	207	552	544	531	预收账款	276	328	407	462
营运资金变动	-41	959	1057	1144	其它流动负债	42011	44637	54136	59810
<b>经营活动现金流</b>	<b>2533</b>	<b>3821</b>	<b>4338</b>	<b>5053</b>	流动负债合计	50113	53348	64669	71042
资产	-121	-404	-204	-164	长期借款	16366	16616	16891	17193
投资	1289	1000	800	700	其它长期负债	8572	8572	8572	8572
其他	181	152	167	183	非流动负债合计	24938	25188	25463	25765
<b>投资活动现金流</b>	<b>1350</b>	<b>748</b>	<b>763</b>	<b>719</b>	<b>负债总计</b>	<b>75050</b>	<b>78536</b>	<b>90132</b>	<b>96807</b>
债权募资	-3646	-100	-200	-198	实收资本	3367	3367	3367	3367
股权募资	1655	0	0	0	普通股股东权益	15217	16694	18506	20770
其他	113	-446	-431	-710	少数股东权益	1627	2263	2961	3820
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1878</b>	<b>-546</b>	<b>-631</b>	<b>-907</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>91894</b>	<b>97493</b>	<b>111599</b>	<b>121397</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2005</b>	<b>4023</b>	<b>4469</b>	<b>4865</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 20 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,浦东金桥,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,中国恒大,华侨城 A,新湖中宝,国创高新,世茂股份,华润置地,世茂房地产,中华企业,雅生活服务,光明地产,天健集团,大悦城,金科股份,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,金融街,华发股份,招商蛇口,金地集团,电子城,融信中国

### 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;	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。
<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。	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。