

投资评级 优于大市 调高

归母净利稳健增长，自贸区运营商逐步成型

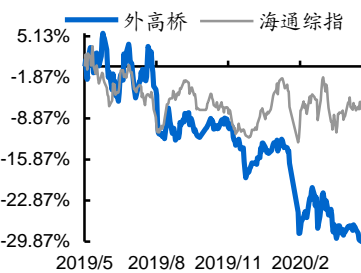
股票数据

04月29日收盘价(元)	13.93
52周股价波动(元)	13.73-21.88
总股本/流通A股(百万股)	1135/935
总市值/流通市值(百万元)	15815/15815

相关研究

《业绩稳健，全力打造自贸区平台》
2019.05.04

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-	-	-
相对涨幅(%)	-	-	-

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 90.05 亿元，同比增加 15.5%；归属于上市公司股东的净利润 8.75 亿元，同比增加 6.99%。公司 2019 年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.4 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 17.40 亿元，同比减少 46.96%；归属于上市公司股东的净利润 1.02 亿元，同比减少 82.57%。
- 2019 年，受房地产转让收入和制造业服务业增加的推动，公司营收增加 15.63%，归母净利润增加 6.99%。2020 年一季度，受房地产业和进出口贸易收入下降影响，公司营收减少 47.12% (营业总收入减少 46.96%)，归母净利润减少 82.57%。**根据公司 2019 年年报披露：(1) 2019 年，公司实现营业总收入 90.05 亿元。其中，房地产租赁收入 15.72 亿元，同比增加 0.001%；房地产转让出售收入 15.51 亿元，同比增幅 0.74%；商品销售收入 34.65 亿元，同比增加 0.08%。(2) 2019 年，公司实现合同销售金额 11526.53 万元，合同销售面积 17483.96 平方米。2019 年，健康医药产业园开发建设顺利推进，新发展 H10 地块 9.61 万平方米新建物业完工。森兰在建项目总建筑面积 62.57 万平方米，其中，竣工项目总建筑面积 29.39 万平方米。(3) 2019 年房地产开发投资总建筑面积 77.25 万平，可供出售面积 8.33 万平(已售面积 1.75 万平)。持有房地产总面积 445.94 万平(已租面积 350.56 万平)。
- 根据公司发展战略，2020 年是“十三五”的收官之年，“十三五”期末，园区产业开发板块对公司利润贡献预计为 40%，商业办公地产板块对公司利润贡献预计为 30%-35%，贸易物流服务板块规模预计达 18 亿元人民币，对集团利润贡献预计达到 20%-25%，文化产业投资板块规模预计达 6.5 亿元人民币，金融服务业务板块对公司利润贡献预计达 4%。
- 投资建议。**受益自贸区建设，调高至“优于大市”评级。公司愿景是成为创新的自由贸易园区运营商和全产业链集成服务供应商，定位为服务创新发展的引领者、全球企业外投内引的推动者、自贸区企业全方位服务的提供者、产业转型升级的实践者。据此，我们预计公司 2020、2021 年 EPS 分别是 0.90 元和 1.04 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 2020 年 14-18 倍动态 PE 估值，对应合理价值区间 12.6-16.2 元，调高至“优于大市”评级。
- 风险提示：**公司租售业务面临政策调控和园区平台业务拓展不顺风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7797	9005	10689	12507	14621
(+/-)YoY(%)	-13.5%	15.5%	18.7%	17.0%	16.9%
净利润(百万元)	818	875	1027	1179	1344
(+/-)YoY(%)	7.8%	7.0%	17.4%	14.7%	14.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.72	0.77	0.90	1.04	1.18
毛利率(%)	26.7%	29.4%	29.5%	31.0%	32.5%
净资产收益率(%)	7.6%	8.3%	8.9%	9.2%	9.5%

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

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 4.90 万平、6.84 万平,相应的 2020-2021 年合计地产结算收入分别为 25.38 亿元、35.41 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)
森兰星河湾	0.80	1.12	560.81	782.53
森兰外高桥 A2-3 项目	0.27	0.38	188.69	263.29
森兰商都二期	0.50	0.70	349.72	487.98
森兰商都三期	0.27	0.38	191.61	267.37
森兰国际四期	0.71	0.99	496.27	692.46
新发展 H10 地块新建项目 (三标段)	0.34	0.47	101.92	142.21
新发展 H10 地块新建项目 (二标段)	0.36	0.50	108.33	151.16
新发展 123# 厂房项目	0.05	0.07	15.15	21.13
上海国际艺术平保税服务中心项目	0.57	0.79	170.69	238.17
物流园区二期 5-3 地块(二期)仓库项目	0.48	0.67	144.26	201.29
森兰名轩地下车库	0.13	0.18	65.69	91.66
森兰名轩地下车库	0.15	0.21	73.52	102.58
森兰名佳地下车库	0.07	0.10	36.05	50.30
高东新村	0.02	0.02	7.69	10.73
801#海韵苑	0.05	0.07	7.48	10.44
801#海韵商业中心	0.13	0.19	20.13	28.09
	4.90	6.84	2538.00	3541.40

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 10689.00 百万元、12507.50 百万元。

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	2538.00	3541.40
房地产租金收入	1725.98	1898.58
其他业务收入	6425.02	7067.52
合计	10689.00	12507.50

资料来源:公司 2019 年年报、海通证券研究所

表 3 上海自贸区相关的上市公司的估值 (收盘价日期为 2020.4.29)

代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)		PE (倍)	
		2019	2020E	2019	2020E
浦东金桥	13.19	0.97	1.22	13.46	10.70
中新集团	11.18	0.72	0.90	15.60	12.48
均值				14.53	11.59

注:表中浦东金桥和中新集团 2019 年 EPS 预测值来自海通预测,2019 年 EPS 来自各自上市公司年报。张江高科不再覆盖且 Wind 没有盈利一致预期,因此替换成可比公司中新集团。

资料来源:Wind、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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	9005	10689	12507	14621
每股收益	0.77	0.90	1.04	1.18	营业成本	6354	7539	8627	9876
每股净资产	9.29	10.20	11.24	12.42	毛利率%	29.4%	29.5%	31.0%	32.5%
每股经营现金流	-1.99	2.06	2.33	2.47	营业税金及附加	421	460	600	804
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	4.7%	4.3%	4.8%	5.5%
价值评估 (倍)					营业费用	271	353	413	585
P/E	18.07	15.40	13.42	11.77	营业费用率%	3.0%	3.3%	3.3%	4.0%
P/B	1.50	1.37	1.24	1.12	管理费用	423	534	663	775
P/S	1.76	1.48	1.26	1.08	管理费用率%	4.7%	5.0%	5.3%	5.3%
EV/EBITDA	13.39	12.27	10.59	9.15	EBIT	1529	1795	2194	2570
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	279	262	382	432
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.1%	2.5%	3.1%	3.0%
毛利率	29.4%	29.5%	31.0%	32.5%	资产减值损失	2	0	0	0
净利润率	9.7%	9.6%	9.4%	9.2%	投资收益	18	19	16	12
净资产收益率	8.3%	8.9%	9.2%	9.5%	营业利润	1328	1586	1847	2157
资产回报率	2.5%	2.8%	2.9%	3.1%	营业外收支	-77	-84	-67	-54
投资回报率	4.6%	5.3%	6.5%	7.5%	利润总额	1251	1502	1779	2103
盈利增长 (%)					EBITDA	2213	2323	2570	2822
营业收入增长率	15.5%	18.7%	17.0%	16.9%	所得税	330	421	498	610
EBIT 增长率	35.8%	17.4%	22.2%	17.1%	有效所得税率%	26.4%	28.0%	28.0%	29.0%
净利润增长率	7.0%	17.4%	14.7%	14.0%	少数股东损益	46	54	102	149
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	875	1027	1179	1344
资产负债率	68.8%	67.9%	67.1%	66.1%					
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.5	货币资金	1895	3400	5400	7200
现金比率	0.1	0.2	0.3	0.3	应收账款及应收票据	431	565	662	773
经营效率指标					存货	11061	10781	10487	10204
应收账款周转天数	19.3	19.3	19.3	19.3	其它流动资产	4433	5191	5918	6755
存货周转天数	614.1	522.0	443.7	377.1	流动资产合计	17820	19938	22467	24932
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	长期股权投资	1232	1232	1232	1232
固定资产周转率	10.2	13.7	14.8	13.9	固定资产	790	774	916	1187
					在建工程	581	581	581	581
					无形资产	60	98	130	158
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	16988	17309	17814	18475
净利润	875	1027	1179	1344	资产总计	34808	37247	40280	43407
少数股东损益	46	54	102	149	短期借款	10243	10482	11012	11246
非现金支出	661	528	375	251	应付票据及应付账款	1772	1965	2248	2574
非经营收益	212	378	461	510	预收账款	501	595	696	813
营运资金变动	-4047	352	528	553	其它流动负债	5090	5769	6441	7217
经营活动现金流	-2254	2340	2646	2807	流动负债合计	17607	18810	20397	21850
资产	-219	-629	-613	-601	长期借款	1777	1927	2092	2274
投资	-253	-300	-330	-363	其它长期负债	4556	4556	4556	4556
其他	320	19	16	12	非流动负债合计	6334	6484	6649	6830
投资活动现金流	-153	-909	-928	-951	负债总计	23941	25294	27046	28680
债权募资	4378	238	530	416	实收资本	1135	1135	1135	1135
股权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	10549	11581	12760	14103
其他	-1761	-164	-248	-472	少数股东权益	318	372	475	624
融资活动现金流	2618	74	282	-56	负债和所有者权益合计	34808	37247	40280	43407
现金净流量	214	1505	2000	1800					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 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,碧桂园,中国国贸,新湖中宝,国创高新,光大嘉宝,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,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
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;	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。
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。	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。