

投资评级 **优于大市** 维持

业绩稳健，加大高科技股权投资力度

股票数据

04月30日收盘价(元)	3.54
52周股价波动(元)	2.76-4.45
总股本/流通A股(百万股)	8599/8598
总市值/流通市值(百万元)	30442/30438

相关研究

《房产结转推动业绩增长，积极布局金融科技》2018.09.05

《营收稳健增长，金融科技拓展顺利》2018.05.10

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.2	-3.3	23.8
相对涨幅(%)	-11.2	-9.9	0.9

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **事件。**公司公布2019年一季度季报。2019年一季度，公司实现营业收入13.2亿元，同比下降55.76%；实现归属于上市公司股东的净利润8.08亿元，同比增加2.56%；实现全面摊薄每股收益0.094元。
- **2019年一季度，受房产结转减少影响，公司营收降55.76%；同期公司投资收益增加，这使得公司净利润增加2.56%。**2019年4月30日，公司公告称，2019年1-3月，公司未新增土地储备；新开工面积42.88万平方米，同比增长127.95%；新竣工面积18.42万平，同比减少42.96%；合同销售面积13.50万平方米，同比减少0.33%；合同销售收入21.27亿元，同比减少6.77%；结算面积8.28万平方米，同比减少53.89%；结算收入8.43亿元，同比减少59.28%。2019年一季度，公司出租房地产楼面面积为9.50万平方米；2019年1-3月，公司取得租金总收入1427.37万元。
- **2019年4月27日，公司公告称，公司全资子公司浙江新潮智脑投资管理合伙企业(有限合伙)拟与新湖控股有限公司签署《股权转让协议》：**新潮智脑以4940.7104万元受让新湖控股所持有的浙江邦盛科技有限公司1.9763%股权，交易完成后新潮智脑直接持有邦盛科技12.1087%的股权。
- **投资建议。**公司土地储备充足，地产+金融科技投资战略继续推进，“优于大市”评级。公司主要业务为地产开发。目前在全国30余个城市开发50余个住宅和商业地产项目，总开发面积达3000万平方米，规模和实力居行业前列。公司在夯实地产业务的同时，加快转型步伐，前瞻布局未来，加大了对金融及金融科技和聚焦于高科技的股权投资力度。我们预计公司2019年、2020年EPS分别是0.36和0.42元，对应RNAV是8.98元。考虑到公司金融科技投资拓展顺利，开发项目储备丰富，给予公司2019年11-14倍的动态PE，对应的合理价值区间为3.96元-5.04元，维持公司“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司销售业务面临政策调控的风险，以及股权投资风险。

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

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17499.92	17227.11	20467.15	24608.48	28862.42
(+/-)YoY(%)	28.43%	-1.56%	18.81%	20.23%	17.29%
净利润(百万元)	3321.87	2506.20	3064.11	3647.59	4213.86
(+/-)YoY(%)	-43.10%	-24.55%	22.26%	19.04%	15.52%
全面摊薄EPS(元)	0.39	0.29	0.36	0.42	0.49
毛利率(%)	28.17%	28.53%	28.64%	28.95%	29.16%
净资产收益率(%)	10.31%	7.45%	8.76%	9.96%	10.92%

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 2019 年一季度季报。2019 年一季度，公司实现营业收入 13.2 亿元，同比下降 55.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.08 亿元，同比增加 2.56%；实现全面摊薄每股收益 0.094 元。

点评:

2019 年一季度，受房产结转减少影响，公司营收降 55.76%；同期公司投资收益增加，这使得公司净利润增加 2.56%。 2019 年一季度，公司房产结转减少，这使得 2019 年一季度内公司实现营业收入 13.2 亿元，同比降 55.76%；由于公司对联营企业投资收益增加，这使得公司实现净利润 8.08 亿元，同比增加 2.56%。

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

(%)	1Q18	1Q19	Ppt	2018	海通分析
毛利率	35.11	15.01	-20.10	28.53	2019 年一季度公司项目结算毛利率较低
净利率	26.39	61.18	34.79	14.55	
资产负债率	74.24	75.67	1.43	75.42	
有息负债率	62.19	63.32	1.13	63.72	
三项费用占收入比	21.17	57.20	36.03	14.13	2019 年一季度费用水平上升
(百万元)	1Q18	1Q19	YOY%	2018	海通分析
总资产	131272.76	144480.80	10.06	139871.14	2019 年一季度公司资产规模增加
净资产	33125.92	34387.11	3.81	33619.20	
货币现金	17208.72	15238.65	-11.45	16017.98	
预收账款	15814.00	17849.15	12.87	16356.98	
一年内到期的非流动负债	11888.35	22153.56	86.35	16580.84	
经营活动现金流净额	-3033.69	-2373.39	—	-3778.68	

资料来源：2018 年 1 季报、2019 年 1 季报、海通证券研究所

2019 年 4 月 30 日，公司公告称，2019 年 1-3 月，公司未新增土地储备；新开工面积 42.88 万平米，同比增长 127.95%；新竣工面积 18.42 万平，同比减少 42.96%；合同销售面积 13.50 万平米，同比减少 0.33%；合同销售收入 21.27 亿元，同比减少 6.77%；结算面积 8.28 万平米，同比减少 53.89%；结算收入 8.43 亿元，同比减少 59.28%。2019 年一季度，公司出租房地产楼面面积为 9.50 万平米；2019 年 1-3 月，公司取得租金总收入 1427.37 万元。

对公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	1Q18	1Q19	YOY%	海通分析
一、营业总收入	2985.64	1320.85	-55.76	2019 年一季度公司房产结转收入减少
二、营业总成本	2687.18	1942.06	-27.73	
营业成本	1937.30	1122.66	-42.05	2019 年一季度公司房产结转毛利率较低
营业税金及附加	119.21	42.26	-64.55	
销售费用	60.43	85.01	40.68	2019 年一季度公司按合同销售收入结算销售佣金增加导致
管理费用	117.21	121.45	3.62	
财务费用	454.55	549.06	20.79	
资产减值损失	-1.52	-0.09	-94.08	
投资净收益	719.05	955.82	32.93	2019 年一季度公司对联营企业投资收益增加
三、营业利润	984.23	811.05	-17.60	2019 年一季度公司投资净收益增加使得营业利润降幅小于营收降幅
加: 营业外收入	0.55	0.43	-21.82	
减: 营业外支出	3.89	19.05	389.72	
四、利润总额	980.89	792.43	-19.21	2019 年一季度公司投资净收益增加使得利润总额降幅小于营收降幅
减: 所得税	195.01	-9.88	-105.07	2019 年一季度公司应税收入下降
五、净利润	785.88	802.30	2.09	2019 年一季度公司投资净收益增加、应税收入下降导致
减: 少数股东损益	-2.03	-5.80	185.71	
归属母公司净利润	787.91	808.10	2.56	2019 年一季度公司投资净收益增加、应税收入下降导致
六、每股收益				
全面摊薄每股收益(元)	0.092	0.094	2.17	

资料来源: 2018 年 1 季报、2019 年 1 季报、海通证券研究所

2019 年 4 月 27 日, 公司公告称, 公司全资子公司浙江新湖智脑投资管理合伙企业(有限合伙)拟与新湖控股有限公司签署《股权转让协议》: 新湖智脑以 4940.7104 万元受让新湖控股所持有的浙江邦盛科技有限公司 1.9763% 股权, 交易完成后新湖智脑直接持有邦盛科技 12.1087% 的股权。

根据公司项目进度, 我们预计 2019 年公司合计结算面积约 95.57 万平, 合计结算收入 161.12 亿元; 2020 年, 我们预计将有更多项目进入结算, 合计结算面积 117.55 万平, 合计结算收入 198.18 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)
沈阳·北国之春	0.78	0.96	101.54	124.89
沈阳·新湖花园	0.38	0.47	49.50	60.88
沈阳·仙林金谷	2.66	3.28	346.19	425.81
沈阳·新湖湾	3.12	3.84	405.40	498.64
天津·香格里拉	0.38	0.47	68.72	84.52
天津·义乌商贸城	5.62	6.92	1012.22	1245.03
滨州·新湖玫瑰园	1.14	1.40	147.87	181.89
泰安·新湖绿园	0.08	0.10	10.57	13.00
南京·仙林翠谷	1.24	1.52	247.01	303.82
苏州·明珠城	2.96	3.64	532.87	655.43
南通·海上明珠	4.55	5.60	592.12	728.31
上海·新湖明珠城	2.83	3.48	1556.15	1914.06
上海·青蓝国际	0.83	1.03	459.12	564.72
拆迁、规划中	0.49	0.60	269.01	330.88
拆迁、规划中	1.87	2.30	1028.46	1265.00
拆迁、规划中	0.59	0.73	325.88	400.83
杭州·香格里拉	2.35	2.89	586.82	721.79
杭州·新湖果岭	1.52	1.87	380.62	468.16

杭州·金色童年	0.55	0.67	137.09	168.63
杭州·武林国际	0.08	0.09	19.14	23.54
杭州·未来新湖中心	0.72	0.88	178.87	220.01
嘉兴·新中花园	1.45	1.78	188.36	231.68
海宁·百合新城	0.08	0.10	10.71	13.17
衢州·新湖景城	1.23	1.52	160.52	197.45
丽水·新湖国际	0.11	0.14	14.67	18.04
乐清·海德花园	0.09	0.11	12.01	14.78
瑞安·新湖广场	1.77	2.18	230.24	283.20
兰溪·香格里拉	1.74	2.14	226.58	278.69
舟山·御景国际	0.49	0.60	63.26	77.81
温岭·双溪春晓	1.00	1.23	130.35	160.33
温岭·玫瑰春晓	0.74	0.91	95.86	117.91
九江·柴桑春天	0.08	0.10	10.57	13.00
九江·庐山国际	2.09	2.57	271.80	334.31
其他项目	49.94	61.43	6242.42	7678.17
合计	95.57	117.55	16112.49	19818.36

资料来源：公司 2018 年年报、海通证券研究所

同时，我们假设公司 2019-2020 年的房地产租金收入、其他业务收入增速均为 10%，则我们预计公司 2019-2020 年合计营业总收入分别为 204.67 亿元和 246.08 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	16112.49	19818.36
商业贸易等其他业务收入	4354.65	4790.12
合计	20467.15	24608.48

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：公司土地储备充足，地产+金融科技投资战略继续推进，“优于大市”评级。公司主要业务为地产开发。目前在全国 30 余个城市开发 50 余个住宅和商业地产项目，总开发面积达 3000 万平方米，规模和实力居行业前列。**公司在夯实地产业务的同时，加快转型步伐，前瞻布局未来，加大了对金融及金融科技和聚焦于高科技的股权投资力度。**我们预计公司 2019 年、2020 年 EPS 分别是 0.36 和 0.42 元，对应 RNAV 是 8.98 元。考虑到公司金融科技投资拓展顺利，开发项目储备丰富，给予公司 2019 年 11-14 倍的动态 PE，对应的合理价值区间为 3.96 元-5.04 元，维持公司“优于大市”评级。

表 5 上市地产公司的估值（收盘价日期为 2019.4.30）

代码	上市公司	RNAV（元/股）	股价/RNAV（倍）	2019 年 EPS（元/股）	2019 年动态 PE（倍）
600064.SH	南京高科	—	—	0.87	13.10
000090.SZ	天健集团	15.88	0.44	0.64	11.02
均值			0.44		12.06

注：表中天健集团和南京高科 2019 年 EPS 预测值来自海通预测，2018 年 EPS 来自各上市公司年报。原可比公司市北高新无海通预测及 Wind 一致预期。南京高科为转型类上市公司，替换成为新的对标公司。

资料来源：南京高科、天健集团 2018 年年报、海通证券研究所

表 6 公司 RNAV 估值表（百万元）

地产业务净权益增加值	15778.36
振动试验设备制造与振动检测净权益增加值	5818.12
股权投资业务净增加值	22021.40
2018 年净资产账面价值	33619.20
NAV	77237.08
股本（百万股）	8599.34
每股 RNAV（元/股）	8.98

资料来源：公司 2018 年年报、海通证券研究所

风险提示：公司销售业务面临政策调控的风险，以及股权投资风险。

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	17227.11	20467.15	24608.48	28862.42
每股收益	0.29	0.36	0.42	0.49	营业成本	12311.67	14605.79	17484.53	20446.98
每股净资产	3.91	4.07	4.26	4.49	毛利率%	28.53%	28.64%	28.95%	29.16%
每股经营现金流	-0.44	0.29	0.38	0.45	营业税金及附加	1074.60	1330.36	1550.33	1818.33
每股股利	0.000	0.200	0.230	0.265	营业税金率%	6.24%	6.50%	6.30%	6.30%
价值评估 (倍)					营业费用	315.15	409.34	492.17	577.25
P/E	12.15	9.93	8.35	7.22	营业费用率%	1.83%	2.00%	2.00%	2.00%
P/B	0.91	0.87	0.83	0.79	管理费用	420.22	511.68	615.21	721.56
P/S	1.77	1.49	1.24	1.05	管理费用率%	2.44%	2.50%	2.50%	2.50%
EV/EBITDA	28.95	24.79	19.59	16.08	EBIT	3105.47	3609.97	4466.24	5298.30
股息率 (%)	0.00%	5.65%	6.50%	7.47%	财务费用	1698.00	1706.59	1726.33	1746.53
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	9.86%	8.34%	7.02%	6.05%
毛利率	28.53%	28.64%	28.95%	29.16%	资产减值损失	271.88	0.00	0.00	0.00
净利润率	15.63%	16.10%	15.94%	15.70%	投资收益	2489.61	2489.61	2489.61	2489.61
净资产收益率	7.45%	8.76%	9.96%	10.92%	营业利润	3548.71	4392.99	5229.52	6041.38
资产回报率	1.79%	2.21%	2.58%	2.88%	营业外收支	-20.53	0.00	0.00	0.00
投资回报率	4.59%	5.33%	6.59%	7.83%	利润总额	3528.18	4392.99	5229.52	6041.38
盈利增长 (%)					EBITDA	3184.67	3618.45	4482.51	5316.32
营业收入增长率	-1.56%	18.81%	20.23%	17.29%	所得税	834.82	1098.25	1307.38	1510.35
EBIT 增长率	26.97%	16.25%	23.72%	18.63%	有效所得税率%	23.66%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润增长率	-19.61%	22.33%	19.04%	15.52%	少数股东损益	187.16	230.63	274.55	317.17
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2506.20	3064.11	3647.59	4213.86
资产负债率	75.4%	74.1%	73.2%	72.5%					
流动比率	2.09	2.32	2.50	2.64	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.50	0.69	0.88	1.05	货币资金	16017.98	21504.75	26388.67	31727.89
现金比率	0.90	1.18	1.43	1.70	应收款项	841.82	436.82	420.17	344.96
经营效率指标					存货	70354.01	63927.24	60317.54	58276.34
应收帐款周转天数	9.74	7.79	6.23	4.36	其它流动资产	1115.25	1449.82	1739.79	2087.74
存货周转天数	1922.94	1569.12	1231.76	1013.73	流动资产合计	92853.10	91137.67	93156.68	97211.80
总资产周转率	0.13	0.15	0.18	0.20	长期股权投资	32203.58	32203.58	32203.58	32203.58
固定资产周转率	34.97	33.54	31.53	31.63	固定资产	514.53	714.53	874.53	1002.53
					在建工程	0.70	0.70	0.70	0.70
					无形资产	147.37	135.67	128.03	122.50
					非流动资产合计	47018.04	47729.70	48258.57	48871.81
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	139871.14	138867.37	141415.25	146083.61
净利润	2506.20	3064.11	3647.59	4213.86	短期借款	2941.08	2941.08	2941.08	2941.08
少数股东损益	187.16	230.63	274.55	317.17	应付账款	2014.22	1656.05	1387.72	1460.56
非现金支出	351.07	8.48	16.26	18.02	预收账款	16356.98	11660.02	9813.52	9207.95
非经营收益	-623.52	-1314.86	-1150.76	-1246.81	其它流动负债	2568.56	1284.28	1027.43	821.94
营运资金变动	-6199.59	478.50	439.10	604.98	流动负债合计	44371.41	39364.20	37196.36	36813.93
经营活动现金流	-3778.68	2466.87	3226.75	3907.24	长期借款	40448.81	43448.81	46448.81	49448.81
资产	-33.92	-188.30	-157.66	-127.53	其它长期负债	20664.42	20092.98	19864.40	19658.68
投资	-4310.43	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	61113.23	63541.79	66313.21	69107.49
其他	275.73	-2489.61	-2489.61	-2489.61	负债总计	105484.64	102905.99	103509.57	105921.43
投资活动现金流	-4068.62	-2677.91	-2647.27	-2617.15	实收资本	8599.34	8599.34	8599.34	8599.34
债权募资	11932.27	2428.56	2771.42	2794.28	普通股股东权益	33619.20	34963.44	36633.18	38572.52
股权募资	24.50	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	767.31	997.94	1272.49	1589.66
其他	-5859.45	-1709.98	-3446.20	-3724.38	负债和所有者权益合计	139871.14	138867.37	141415.25	146083.61
融资活动现金流	6097.32	718.58	-674.78	-930.10					
现金净流量	-1749.98	507.54	-95.30	359.99					

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;	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。