

投资评级 优于大市 维持

归母净利润稳健增长, 金融科技投资逐渐发力

股票数据

09月04日收盘价(元)	2.96
52周股价波动(元)	2.76-4.40
总股本/流通A股(百万股)	8599/8598
总市值/流通市值(百万元)	25453/25450

相关研究

《业绩稳健, 加大高科技股权投资力度》
2019.05.05

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.3	-8.1	0.3
相对涨幅(%)	-3.2	-7.1	-5.8

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2019年半年报。报告期内, 公司实现营业收入72.75亿元, 同比增加30.11%; 归属于上市公司股东的净利润17.21亿元, 同比增加18.08%; 实现基本每股收益0.20元。
- **2019年上半年, 受房地产结算收入增加的推动, 公司营收增加30.11%; 同期, 土地增值税增加较多, 使得公司归母净利润增幅收窄至18.08%。**2019年上半年, 公司实现营业收入72.75亿元, 其中地产业务收入60.39亿元(不含合作项目), 同比增长63.9%。根据公司2019年半年报披露: 公司地产业务, 新开工面积约137万平方米, 同比增加234%; 新竣工面积86万平方米, 同比增加140%; 实现合同销售面积47万平方米、合同销售收入76亿元, 销售均价约16100元; 实现结算面积50万平方米和结算收入61亿元, 同比增加56%和63%; 结算均价12200元, 结算毛利率约46%; 公司地产业务营业利润约12亿元。现有开发项目约50个(不含海涂开发项目), 项目土地面积约1200万平方米, 权益面积约1100万平方米; 总建筑面积约2300万平方米, 权益总建筑面积约2200万平方米。上海旧改项目进展顺利, 亚龙项目、天虹项目、玛宝项目已进入征收实施阶段, 截至期末征收签约率分别为95.52%、98.48%和99.30%。目前, 上海五大旧改项目合计建筑面积达180万平方米, 公司在上海内环内土地储备名列行业前茅。期内, 公司地产业务高质量发展的同时, 进一步构建金融服务和金融科技双向赋能生态圈。同时, 公司持续加大对高科技企业的投入。公司所投资的金融服务、金融科技和高科技企业发展势头强劲, 部分已具备或将很快具备上市的条件。
- **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和投资业务。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。公司广泛投资金融服务机构, 同时也是万得信息、51信用卡、通卡联城等一批拥有领先技术和市场份额的金融科技公司的主要股东; 前瞻投资于区块链、大数据、人工智能、云计算、半导体、智能制造等高科技企业。我们预计公司2019年、2020年EPS分别是0.36和0.42元。我们给予公司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。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17500	17227	20467	24608	28862
(+/-)YoY(%)	28.4%	-1.6%	18.8%	20.2%	17.3%
净利润(百万元)	3322	2506	3064	3648	4214
(+/-)YoY(%)	-43.1%	-24.6%	22.3%	19.0%	15.5%
全面摊薄EPS(元)	0.39	0.29	0.36	0.42	0.49
毛利率(%)	28.2%	28.5%	28.6%	28.9%	29.2%
净资产收益率(%)	10.3%	7.5%	8.3%	8.9%	9.4%

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 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1H18	1H19	Pct	2018	海通分析
毛利率	28.80	38.73	9.93	28.53	本期公司结算毛利率较高
净利率	26.06	23.65	-2.41	14.55	
资产负债率	75.25	75.77	0.52	75.42	
有息负债率	62.12	64.50	2.38	63.72	
三项费用占收入比	20.59	20.40	-0.19	14.13	本期公司三项费用占比减少
ROE	4.46	4.96	0.50	7.61	
(百万元)	1H18	1H19	YOY%	2018	海通分析
总资产	135847.42	146481.53	7.83	139871.14	本期公司资产增加
净资产	32912.12	34738.38	5.55	33619.20	
货币现金	15559.43	15312.41	-1.59	16017.98	
预收账款	17845.53	16503.26	-7.52	16356.98	本期公司房产结算增加使得预收账款减少
一年内到期的非流动负债	11335.33	22602.12	99.40	16580.84	本期公司拆迁投入小于上年同期, 经营活动现金流净额增加
经营活动现金流净额	-5751.92	-287.94	—	-3778.68	

资料来源: 2018 年半年报、2018 年年报、2019 年半年报、海通证券研究所

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	1H2018	1H2019	YOY%	海通分析
一、营业总收入	5591.32	7275.02	30.11	本期公司房地产结算收入增加
二、营业总成本	5365.01	7004.19	30.55	
营业成本	3981.19	4457.24	11.96	本期公司房地产结算成本较低
营业税金及附加	216.96	1047.54	382.83	本期公司土地增值税增加
销售费用	127.20	178.25	40.13	本期公司结算销售佣金和新项目首开宣传推广费用增加
管理费用	211.21	221.10	4.68	
财务费用	812.90	1084.81	33.45	本期公司借款总额增加
资产减值损失	15.56	11.07	-28.86	
投资净收益	1544.24	1713.00	10.93	
三、营业利润	1735.30	2124.52	22.43	本期公司土地增值税增加较多使得营业利润增幅小于营收
加: 营业外收入	0.67	1.40	108.96	
减: 营业外支出	9.78	25.25	158.18	
四、利润总额	1726.19	2100.67	21.69	
减: 所得税	265.16	394.50	48.78	
五、净利润	1461.03	1706.16	16.78	同上
减: 少数股东损益	3.74	-14.55	-489.04	
归属母公司净利润	1457.29	1720.71	18.08	同上
六、每股收益				
全面摊薄每股收益(元)	0.17	0.20	18.93	

资料来源: 2018 年半年报、2019 年半年报、海通证券研究所

表 3 上市地产公司的估值 (收盘价日期为 2019.9.4)

代码	上市公司	2019 年 EPS 预测 (元/股)	2019 年动态 PE (倍)
600064.SH	南京高科	0.87	10.82
000090.SZ	天健集团	0.64	8.86
均值			9.84

注: 表中天健集团和南京高科 2019 年 EPS 预测值来自海通预测。

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
每股指标 (元)					营业总收入	17227	20467	24608	28862
每股收益	0.29	0.36	0.42	0.49	营业成本	12312	14606	17485	20447
每股净资产	3.91	4.32	4.74	5.23	毛利率%	28.5%	28.6%	28.9%	29.2%
每股经营现金流	-0.44	0.30	0.42	0.46	营业税金及附加	1075	1740	2338	3031
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	6.2%	8.5%	9.5%	10.5%
价值评估 (倍)					营业费用	315	409	492	577
P/E	9.95	8.03	6.74	5.84	营业费用率%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	0.74	0.66	0.60	0.55	管理费用	420	614	738	866
P/S	1.48	1.24	1.03	0.88	管理费用率%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	27.22	26.92	22.45	19.21	EBIT	3105	3098	3556	3942
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1698	1708	1666	1609
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	9.9%	8.3%	6.8%	5.6%
毛利率	28.5%	28.6%	28.9%	29.2%	资产减值损失	272	0	0	0
净利润率	14.5%	15.0%	14.8%	14.6%	投资收益	2490	2739	3012	3314
净资产收益率	7.5%	8.3%	8.9%	9.4%	营业利润	3549	4142	4916	5662
资产回报率	1.8%	2.1%	2.3%	2.5%	营业外收支	-21	-23	-25	-27
投资回报率	2.8%	2.7%	3.1%	3.4%	利润总额	3528	4119	4891	5634
盈利增长 (%)					EBITDA	3185	3118	3586	3980
营业收入增长率	-1.6%	18.8%	20.2%	17.3%	所得税	835	1055	1243	1420
EBIT 增长率	27.0%	-0.2%	14.8%	10.9%	有效所得税率%	23.7%	25.6%	25.4%	25.2%
净利润增长率	-24.6%	22.3%	19.0%	15.5%	少数股东损益	187	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2506	3064	3648	4214
资产负债率	75.4%	74.6%	74.0%	73.3%					
流动比率	2.1	2.0	2.0	1.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	货币资金	16018	19931	24868	30465
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.5	应收账款及应收票据	842	546	657	770
经营效率指标					存货	70354	75409	79439	83609
应收账款周转天数	9.7	9.7	9.7	9.7	其它流动资产	5639	4937	5411	5897
存货周转天数	1922.9	1884.5	1658.3	1492.5	流动资产合计	92853	100823	110375	120741
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	长期股权投资	32204	32204	32204	32204
固定资产周转率	35.0	29.1	25.1	25.6	固定资产	515	895	1065	1187
					在建工程	1	501	1001	1501
					无形资产	147	147	147	147
					非流动资产合计	47018	48298	49368	50390
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	139871	149121	159743	171131
净利润	2506	3064	3648	4214	短期借款	2941	4000	5000	6000
少数股东损益	187	0	0	0	应付票据及应付账款	2124	2435	2915	3409
非现金支出	351	20	30	38	预收账款	16357	19433	23366	27405
非经营收益	-624	-689	-923	-1184	其它流动负债	22949	23793	24860	25957
营运资金变动	-6200	174	865	860	流动负债合计	44371	49661	56140	62771
经营活动现金流	-3779	2569	3619	3928	长期借款	40449	40899	41394	41938
资产	-34	-923	-725	-687	其它长期负债	20664	20664	20664	20664
投资	-4310	-400	-400	-400	非流动负债合计	61113	61563	62058	62603
其他	276	2739	3012	3314	负债总计	105485	111225	118199	125373
投资活动现金流	-4069	1416	1888	2226	实收资本	8599	8599	8599	8599
债权募资	11932	1059	1000	1545	普通股股东权益	33619	37129	40777	44991
股权募资	25	0	0	0	少数股东权益	767	767	767	767
其他	-5859	-1132	-1569	-2102	负债和所有者权益合计	139871	149121	159743	171131
融资活动现金流	6097	-73	-569	-558					
现金净流量	-1637	3913	4938	5597					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 04 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,光大嘉宝,中国恒大,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,中华企业,绿城服务,光明地产,天健集团,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,蓝光发展,电子城,融信中国,外高桥,北辰实业,天保基建,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。