

投资评级 优于大市 维持

房产结转和投资收益推动归母净利高位增长

股票数据

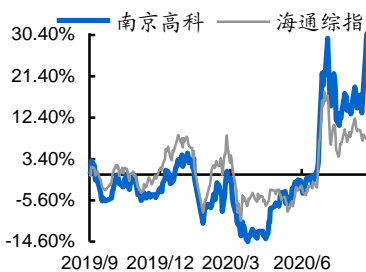
09月08日收盘价(元)	11.68
52周股价波动(元)	8.09-12.29
总股本/流通A股(百万股)	1236/1236
总市值/流通市值(百万元)	14436/14436

相关研究

《创投隐含价值大,立足“医疗健康”持续拓展》2020.07.02

《归母净利润大增,创投积极推进》2020.05.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.1	3.6	28.4
相对涨幅(%)	11.4	5.2	11.7

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。**公司公布2020年半年报。报告期内,公司实现营业收入21.27亿元,同比增长172.11%;归母净利润为14.23亿元,同比增长19.11%。
- **2020年上半年,因本期公司房地产开发销售业务商品房项目交付结转的收入增加,公司营业收入同比增长172.11%;归母净利润同比增长19.11%。**
- 根据公司2020年半年报披露:报告期内,公司房地产业务实现合同销售面积9.13万平方米,同比增长170.92%;实现合同销售金额58562.47万元,同比减少52.07%。报告期内房地产业务实现营业收入172,492.40万元,同比增长472.06%。报告期内,子公司高科建设实现营业收入36,834.70万元,同比增长45.38%。由于内部产业联动项目结算规模增加,合并抵消后公司实现市政业务营业收入34,696.24万元,同比减少3.93%。
- 高科新浚新增华兰股份、普望生物、爱观科技3个项目,高科新浚、高科新创联合对易鲸捷项目实施了追加投资,高科科贷完成了对艾尔普项目的追加投资。基于战略投资的考虑及对未来价值成长的认可,公司出资4.56亿元继续增持南京银行股份。报告期内,高科新创成功退出瀚思安信项目全部股权,高科科贷退出天溯自动化部分股权,估值大幅提升,上述退出实现溢价超2,700万元,取得了较好收益。公司持续督促合作基金管理人加强市场研究和主动管理,报告期内高科皓熙定增基金净值显著提升。目前,公司投资项目中艾力斯已通过科创板上市委审议,博科资讯、健耕医药已申报科创板上市,广州农商行已申报中小板上市,华兰股份已申报创业板上市,金埔园林、赛特斯等项目申请A股上市工作均在进程中。报告期内,公司实现投资收益89,558.90万元,同比增长14.19%;实现公允价值变动收益43,519.84万元。报告期末,公司资产负债率继续保持低位,为55.40%;期末公司有息负债总额为39.61亿元,占总资产的比例为13.06%。报告期内整体平均融资成本约为3.59%,较去年同期下降0.97个百分点。
- **投资建议:**围绕“城市运营商与价值创造者”的战略定位,“优于大市”评级。公司依托自身的资源禀赋与竞争优势,积极把握所在南京市创新资源汇聚、紫东地区城市建设发展以及资本市场创新改革的机遇,推进房地产市政业务产业联动与业务模式升级;聚焦科技创新行业领域,强化产投结合与运作机制创新,促进股权投资业务稳健发展。我们预计公司2020、2021年EPS分别是1.50元和1.51元。**参考相关可比上市公司2020年的平均估值,给予公司2020年9-11倍动态PE,对应的合理价值区间为13.5-16.5元,维持公司“优于大市”评级。****风险提示:**公司面临政策调控以及销售不及预期的风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3425	2930	3848	4976	6250
(+/-)YoY(%)	-5.6%	-14.4%	31.3%	29.3%	25.6%
净利润(百万元)	958	1842	1849	1872	2167
(+/-)YoY(%)	1.3%	92.2%	0.4%	1.2%	15.7%
全面摊薄EPS(元)	0.78	1.49	1.50	1.51	1.75
毛利率(%)	48.5%	30.2%	33.6%	33.5%	33.4%
净资产收益率(%)	10.3%	15.6%	14.5%	13.7%	14.7%

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按照最新总股本计算。

事件:

公司公布 2020 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 21.27 亿元，同比增长 172.11%；归母净利润为 14.23 亿元，同比增长 19.11%。

点评:

2020 年上半年，因本期公司房地产开发销售业务商品房项目交付结转的收入增加，公司营业收入同比增长 172.11%；归母净利润同比增长 19.11%。

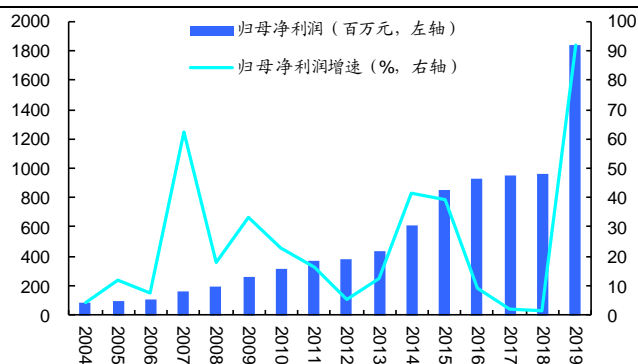
表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1H19	1H20	Pct	2019	海通分析
毛利率	42.32	40.35	-1.97	30.20	本期公司房产结转毛利率下降
净利率	150.78	66.69	-84.09	62.86	
资产负债率	60.23	55.40	-4.83	56.68	
扣除预收款后的资产负债率	44.30	34.36	-9.94	39.83	
三项费用占收入比	29.55	8.27	-21.28	18.39	
ROE	11.04	11.37	0.33	16.72	

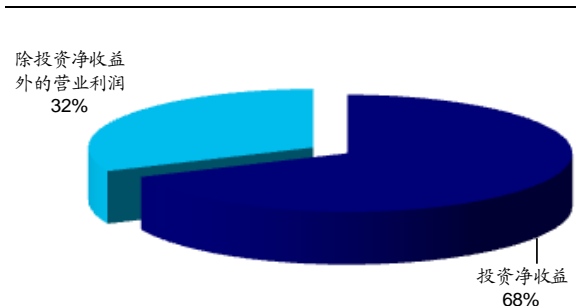
(百万元)	1H19	1H20	YOY%	2019	海通分析
总资产	10108.31	30329.49	0.73	29081.16	本期公司资产规模增加
净资产	1216.22	12669.65	12.96	11817.24	
货币现金	2843.67	1825.63	-35.80	2490.89	
预收账款+合同负债	4796.56	6380.44	33.02	4900.69	
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	—	0.00	本期公司受推盘节奏影响，房地产业务销售额同比下降使得回笼的资金减少以及本期购买土地使用权的现金支出增加
经营活动现金流净额	686.73	-1122.32	-263.43	1175.03	

资料来源：2019 年半年报、2020 年半年报、2019 年年报、海通证券研究所

根据公司 2020 年半年报披露：报告期内，公司房地产业务实现合同销售面积 9.13 万平方米，同比增长 170.92%；实现合同销售金额 58562.47 万元，同比减少 52.07%。报告期内房地产业务实现营业收入 172,492.40 万元，同比增长 472.06%。报告期内，子公司高科建设实现营业收入 36,834.70 万元，同比增长 45.38%。由于内部产业联动项目结算规模增加，合并抵消后公司实现市政业务营业收入 34,696.24 万元，同比减少 3.93%。

图 1 公司归母净利润 2004 年以来一直保持正增长


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 2 公司 2019 年的投资净收益在营业利润中的占比


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

根据公司 2020 年半年报披露：报告期内，高科新浚新增华兰股份、普望生物、爱观科技 3 个项目，高科新浚、高科新创联合对易鲸捷项目实施了追加投资，高科科贷完成了对艾尔普项目的追加投资。基于战略投资的考虑及对未来价值成长的认可，公司出资 4.56 亿元继续增持南京银行股份。报告期内，高科新创成功退出瀚思安信项目全部股权，高科科贷退出天溯自动化部分股权，估值大幅提升，上述退出实现溢价超 2,700 万元，取得了较好收益。公司持续督促合作基金管理人加强市场研究和主动管理，报告期内高科皓熙定增基金净值显著提升。目前，公司投资项目中艾力斯已通过科创板上市委审议，博科资讯、健耕医药已申报科创板上市，广州农商行已申报中小板上市，华兰股份已申报创业板上市，金埔园林、赛

特斯等项目申请 A 股上市工作均在进程中。报告期内，公司实现投资收益 89,558.90 万元，同比增长 14.19%；实现公允价值变动收益 43,519.84 万元。报告期末，公司资产负债率继续保持低位，为 55.40%；期末公司有息负债总额为 39.61 亿元，占总资产的比例为 13.06%。报告期内整体平均融资成本约为 3.59%，较去年同期下降 0.97 个百分点。

报告期内，公司对外股权投资金额为 6.22 亿元，同比增幅较大，主要系增持南京银行股份所致。截至报告期末，公司发起设立的主要投资基金中，高科新浚一期基金已累计对外投资 9.09 亿元，部分项目已实现退出、上市或进入申请上市进程中。高科新浚创新基金已累计对外投资 1.19 亿元。中钰高科健康产业并购基金在今年 8 月份到期后，经全体合伙人决议同意，延长合伙期限 1 年，其持有的江苏晨牌药业集团股份有限公司近年来生产经营保持了稳健发展的态势，公司将持续督促基金管理人积极推动项目后续运作事宜。目前，公司旗下四大投资平台投资项目主要上市进展情况：

表 2 公司旗下四大投资平台投资项目主要上市进展情况

项目	公司享有权益比例 (%)	上市进程
艾力斯医药	0.98	已通过科创板上市委审议
健耕医药	4.53	申报科创板，材料获受理
博科资讯	7.47	申报科创板，材料获受理
华兰股份	1.36	申报创业板，材料获受理
广州农商行	1.84	申报中小板，审核进程中
金埔园林	9.47	申报创业板，因券商原因暂时中止，正积极推进中
赛特斯	7.78	准备中
优科生物	4.60	准备中

资料来源：2020 年半年报、海通证券研究所

利润表分析如下：

表 3 公司利润表对比

单位：百万元	1H19	1H20	YOY%	海通分析
一、营业总收入	792.52	2134.27	169.30	本期公司房地产开发销售业务商品房项目交付结转的收入增加
营业收入	781.49	2126.53	172.11	
二、营业总成本	763.98	1652.74	116.33	
营业成本	457.11	1272.99	178.49	
营业税金及附加	65.67	203.24	209.49	本期公司房地产开发销售业务结转的收入增加所致
销售费用	81.22	38.47	-52.64	
管理费用	69.46	67.29	-3.13	
财务费用	83.51	66.48	-20.39	
公允价值变动收益	592.40	435.20	-26.54	
资产减值损失	-10.62	-0.18	-98.34	
投资净收益	784.29	895.59	14.19	
三、营业利润	1348.27	1724.61	27.91	本期公司房产结转收入和投资收益增加使得营业利润增加
加：营业外收入	0.65	0.73	12.17	
减：营业外支出	1.22	2.94	140.52	
四、利润总额	1347.69	1722.40	27.80	
减：所得税	145.64	215.95	48.28	
五、净利润	1202.05	1506.44	25.32	同上
减：少数股东损益	7.10	83.11	1070.72	
归属母公司净利润	1194.95	1423.33	19.11	同上
六、每股收益				
基本每股收益(元)	0.97	1.15	19.13	
全面摊薄每股收益(元)	0.97	1.15	19.11	

资料来源：2019 年半年报、2020 年半年报、海通证券研究所

投资建议：围绕“城市运营商与价值创造者”的战略定位，“优于大市”评级。公司依托自身的资源禀赋与竞争优势，积极把握所在南京市创新资源汇聚、紫东地区城市建设发展以及资本市场创新改革的机遇，推进房地产市政业务产业联动

与业务模式升级；聚焦科技创新行业领域，强化产投结合与运作机制创新，促进股权投资业务稳健发展。我们预计公司 2020、2021 年 EPS 分别是 1.50 元和 1.51 元。**参考相关可比上市公司 2020 年的平均估值，给予公司 2020 年 9-11 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 13.5-16.5 元**，维持公司“优于大市”评级。

表 4 相关上市公司估值情况 (截止收盘日 2020.9.8)

公司名称	公司类型	EPS 预测 (元/股)		PE (倍)	
		2019	2020E	2019	2020E
电子城	园区类	0.31	0.40	18.97	14.70
陆家嘴	园区类	0.91	1.00	13.30	12.10
华发股份	开发类	1.32	1.48	5.31	4.74
平均				12.53	10.51

注：表中各上市公司 EPS 预测来自 Wind 一致预期。
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风险，以及转型不成功的风险；公司因参股 10% 的南京银行股份而取得的投资收益可能会因为南京银行盈利不达目标而存在下滑的风险。

附：截止 2020 年上半年底，公司持有股权投资账面值合计为 144.87 亿元。

表 5 2020 年上半年底公司股权投资项目一览表

代码	参股公司	持股比例	计量方法	2020 年上半年末账面价值 (百万元)
600030.SH	中信证券	0.11%	公允价值	344.15
600549.SH	厦门钨业	1.80%	公允价值	299.73
600533.SH	栖霞建设	12.20%	公允价值	463.78
002515.SZ	金字火腿	2.71%	公允价值	162.05
600535.SH	天士力	0.11%	公允价值	26.39
601990.SH	南京证券	0.90%	公允价值	319.17
	高科皓熙定增基金	98.80%	公允价值	895.13
	中航信托高科华睿信托计划		公允价值	165.49
	广州农商行	1.84%	公允价值	574.00
	绍兴闰康生物医药股权投资合伙企业 (有限合伙)	7.04%	公允价值	68.50
	其他以公允价值计量的股权投资		公允价值	675.56
	南京新港科技创业投资有限公司		权益法	14.98
	南京 LG 新港新技术有限公司	25.00%	权益法	308.74
	南京栖霞建设仙林有限公司		权益法	18.10
	鑫元基金管理有限公司	20.00%	权益法	542.50
	南京高科新浚投资管理有限公司		权益法	0.65
	南京高科新浚股权投资合伙企业 (有限合伙)		权益法	3.80
	南京高科新浚成长一期股权投资合伙企业 (有限合伙)	69.65%	权益法	528.58
	南京中钰高科一期健康产业股权投资有限合伙企业 (有限合伙)	71.43%	权益法	459.43
	南京高科新浚二期股权投资合伙企业 (有限合伙)		权益法	0.17
	南京高科新浚创新股权投资合伙企业 (有限合伙)	68.96%	权益法	139.30
	南京华睿凯鼎投资中心 (有限合伙)		权益法	27.89
	南京新港建设咨询服务股份有限公司		权益法	1.14
	南京银行股份有限公司	9.07%	权益法	8447.87
	合计 (百万元)			14487.11

资料来源：公司 2020 年半年报，海通证券研究所

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	2930	3848	4976	6250
每股收益	1.49	1.50	1.51	1.75	营业成本	2045	2557	3310	4162
每股净资产	9.56	10.33	11.09	11.96	毛利率%	30.2%	33.6%	33.5%	33.4%
每股经营现金流	0.95	0.53	0.76	1.02	营业税金及附加	195	250	299	438
每股股利	0.45	0.75	0.76	0.88	营业税金率%	6.6%	6.5%	6.0%	7.0%
价值评估 (倍)					营业费用	158	192	239	300
P/E	7.84	7.81	7.71	6.66	营业费用率%	5.4%	5.0%	4.8%	4.8%
P/B	1.22	1.13	1.05	0.98	管理费用	222	289	299	375
P/S	4.93	3.75	2.90	2.31	管理费用率%	7.6%	7.5%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	27.37	21.15	12.50	8.94	EBIT	298	533	795	932
股息率%	4.6%	6.8%	6.9%	8.0%	财务费用	159	177	155	171
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	5.4%	4.6%	3.1%	2.7%
毛利率	30.2%	33.6%	33.5%	33.4%	资产减值损失	21	10	10	10
净利润率	62.9%	48.1%	37.6%	34.7%	投资收益	1406	1269	1447	1652
净资产收益率	15.6%	14.5%	13.7%	14.7%	营业利润	2055	2053	2079	2405
资产回报率	6.3%	4.8%	4.1%	4.1%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	2.9%	5.2%	7.9%	9.6%	利润总额	2055	2053	2078	2405
盈利增长 (%)					EBITDA	414	573	883	1078
营业收入增长率	-14.4%	31.3%	29.3%	25.6%	所得税	180	185	187	216
EBIT 增长率	-66.2%	78.8%	49.1%	17.3%	有效所得税率%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润增长率	92.2%	0.4%	1.2%	15.7%	少数股东损益	33	19	19	22
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1842	1849	1872	2167
资产负债率	56.7%	64.7%	68.1%	70.8%					
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	货币资金	2491	3962	5955	8254
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	应收账款及应收票据	868	1480	2297	3462
经营效率指标					存货	9798	16381	20570	24826
应收帐款周转天数	108.0	140.4	168.5	202.2	其它流动资产	3165	3694	3776	3869
存货周转天数	1670.1	2338.2	2268.1	2177.3	流动资产合计	16322	25518	32598	40411
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	长期股权投资	9576	9576	9576	9576
固定资产周转率	8.1	9.0	8.5	8.5	固定资产	349	509	661	803
					在建工程	28	28	28	28
					无形资产	57	57	57	57
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	12760	12860	12952	13034
净利润	1842	1849	1872	2167	资产总计	29081	38377	45549	53444
少数股东损益	33	19	19	22	短期借款	1762	2000	2300	2600
非现金支出	270	50	98	156	应付票据及应付账款	3084	4741	6138	7716
非经营收益	-1810	-1519	-1276	-1457	预收账款	4901	8754	10978	13376
营运资金变动	839	251	226	375	其它流动负债	5265	7295	8987	10900
经营活动现金流	1175	650	939	1262	流动负债合计	15012	22790	28403	34592
资产	-2	-210	-250	-298	长期借款	0	20	24	25
投资	-85	-375	60	60	其它长期负债	1471	2002	2602	3202
其他	515	1704	1447	1652	非流动负债合计	1471	2022	2626	3227
投资活动现金流	428	1119	1256	1414	负债总计	16483	24812	31029	37819
债权募资	-1645	768	900	901	实收资本	1236	1236	1236	1236
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	11817	12766	13702	14786
其他	-375	-1066	-1102	-1278	少数股东权益	781	799	818	840
融资活动现金流	-2020	-298	-202	-377	负债和所有者权益合计	29081	38377	45549	53444
现金净流量	-417	1471	1993	2299					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 08 日; (2) 以上各表均为简表。2019-2022 年 EPS 按照最新总股本计算。

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,中国国贸,光大嘉宝,华侨城 A,华润置地,城建发展,碧桂园,新湖中宝,浦东金桥,中华企业,光明地产,雅生活服务,金科股份,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,三湘印象,龙湖集团,金地集团,招商蛇口,华发股份,融创中国,金融街,中国海外发展,电子城,世茂集团,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。