

投资评级 优于大市 维持

营收稳健增长，向新兴城区开发运营商转型

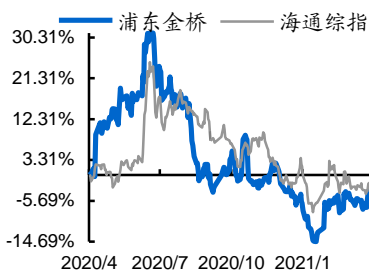
股票数据

04月20日收盘价(元)	12.80
52周股价波动(元)	10.93-17.43
总股本/流通A股(百万股)	1122/850
总市值/流通市值(百万元)	14367/14367

相关研究

《营收和归母净利双增，碧云尊邸销售良好》
2020.09.09

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.6	5.8	5.6
相对涨幅(%)	3.1	17.8	12.8

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:

- **事件。**公司公布2020年年报。报告期内，公司实现营业总收入35.93亿元，同比增长7.18%；归母净利润为11.08亿元，同比增长2.10%。报告期内，公司向全体股东按每10股派发现金红利3.00元（含税）。
- **2020年，公司实现营业总收入35.93亿元，同比增长7.18%，主要原因为结转的销售收入有所增加。其中，房地产销售收入21.58亿元，同比增加22.92%；房地产租赁收入13.18亿元；酒店公寓服务收入1.04亿元。**
- 根据公司2020年年报披露：2020年，产业载体项目，（1）由度金港园于11月底完成竣工备案，很快被中移动上海研究院整体预订；（2）Office Park金科园按照进度计划有序推进，基本完成年度节点；（3）29-04地块中移动上海研究院定制项目，年底顺利取得规划许可证；（4）由度金港园6号楼装修工程竣工并移交华为；（5）北郊未来产业园核心区I期（183亩）新材料创新基地东、南、北区项目建设（除南、北区地下室外）已完成竣工备案。碧云尊邸项目1期160套房源开盘，短时间内全部售罄。碧云壹零项目实现逆势突破，1-4期各期房源全部清盘。北郊未来产业园核心区I期（183亩）至2020年底已出租面积1.13万m²，已有意向客户预约销售面积约1.18万m²。浦东智能制造产业投资基金的组建工作取得新进展。2020年7月新设的盛盛基金管理公司已完成基金管理人登记，已累计储备近30个智能制造领域的拟投项目。截至2020年末，公司持有的各类经营性物业约270万m²，总体出租率80.71%（不含酒店），同比基本持平。
- 根据公司2020年年报披露：2021年，公司预计总现金流入约99.52亿元（不含债务融资），其中销售收入46.70亿元，租赁收入16.80亿元，投资性收入35.90亿元。
- **投资建议：向新兴城区开发运营商转型，“优于大市”评级。**公司主要从事上海金桥产业园区及碧云国际社区的开发、运营和管理。公司持有的各类经营性物业约270万m²。我们预计公司2021、2022年EPS分别是1.14和1.33元。考虑到公司向新兴城区开发运营商转型具有较大的发展潜力，我们给予公司2021年11-14倍动态PE，对应合理价值区间为12.54-15.96元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司租售业务面临加息和政策调控风险，以及经济下滑风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3352	3593	4186	4869	5825
(+/-)YoY(%)	21.4%	7.2%	16.5%	16.3%	19.6%
净利润(百万元)	1085	1108	1284	1498	1801
(+/-)YoY(%)	11.0%	2.1%	15.9%	16.6%	20.2%
全面摊薄EPS(元)	0.97	0.99	1.14	1.33	1.60
毛利率(%)	52.8%	52.8%	52.4%	52.4%	52.3%
净资产收益率(%)	10.9%	10.3%	11.0%	11.8%	12.9%

资料来源：公司年报（2019-2020），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

附注：

我们预计，公司近两年主要结算资源为碧云尊邸项目等项目，预计 2021-2022 年结算收入分别为 26.07 亿元、31.29 亿元。

表 1 2021-2022 年公司商品房结转收入预测表

项目	21 年结算面积 (万平)	22 年结算面积 (万平)	21 年结算收入 (百万元)	22 年结算收入 (百万元)
碧云尊邸项目	0.73	0.88	802.19	962.63
Office Park 金科园	1.72	2.07	689.29	827.14
17B-06 地块项目	1.93	2.32	771.73	926.08
29-04 地块项目	0.86	1.03	344.00	412.80
合计	5.24	6.29	2607.21	3128.65

资料来源：公司 2020 年年度报告，海通证券研究所

我们假设公司持有物业租金水平增长率为 10%，预计 2021-2022 年租赁收入分别为 14.50 亿元、15.98 亿元。

表 2 公司租赁业务收入预测

项目	每平方米月租金 (万元)		结算收入 (百万元)	
	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年
碧云国际社区等	91.51	96.08	371.69	409.79
碧云国际社区、新金桥广场、碧云公馆商业等	73.02	76.67	138.45	152.64
软件园、由度工坊等	46.39	48.71	276.43	304.76
新金桥大厦、碧云公馆、新金桥广场等	30.00	31.50	82.73	91.21
通用厂房等	30.00	31.50	300.48	331.28
学校、配套等	75.00	78.75	76.03	83.82
碧云花园酒店服务公寓	62.95	66.09	93.93	103.56
金桥北区土地	30.00	31.50	109.88	121.15
合计	438.87	460.81	1449.63	1598.22

资料来源：公司 2020 年年度报告，海通证券研究所

综上，我们预计 2021-2022 年公司将实现净利润 12.84 亿元、14.98 亿元，EPS 分别为 1.14 元、1.33 元。

表 3 公司盈利预测表(百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E
一、营业总收入	2761.46	3352.38	3593.22	4185.91	4868.85
二、营业总成本	1623.44	1945.37	2207.10	2564.25	2978.86
三、营业利润	1288.40	1436.73	1474.83	1712.24	1997.29
加：营业外收支	1.15	-0.37	-0.16	-0.18	-0.20
四、利润总额	1289.55	1436.36	1474.66	1712.05	1997.09
减：所得税	315.68	355.72	374.02	428.01	499.27
五、净利润	973.87	1080.64	1100.64	1284.04	1497.81
减：少数股东损益	-3.24	-4.29	-7.12	0.00	0.00
六、归属母公司所有者净利润	977.11	1084.93	1107.76	1284.04	1497.81
股本	1122.41	1122.41	1122.41	1122.41	1122.41
每股收益 (元/股)	0.87	0.97	0.99	1.14	1.33

资料来源：公司 2020 年年度报告，海通证券研究所

表 4 相关上市公司的估值（收盘价日期为 2021.4.20）

代码	股价（元/股）	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2021E	2022E	2021E	2022E
中新集团	9.96	0.90	1.08	11.07	9.22
陆家嘴	11.21	1.12	1.28	10.01	8.76
均值				10.54	8.99

注：由于外高桥没有 Wind 一致预期，因此替换为中新集团；上述可比公司 EPS 预测采用 Wind 一致预期。
资料来源：Wind、海通证券研究所

风险提示：公司租售业务面临加息和政策调控风险，以及经济下滑风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)					营业总收入	3593	4186	4869	5825
每股收益	0.99	1.14	1.33	1.60	营业成本	1695	1993	2319	2780
每股净资产	9.59	10.39	11.32	12.44	毛利率%	52.8%	52.4%	52.4%	52.3%
每股经营现金流	2.91	-1.14	1.95	2.24	营业税金及附加	274	272	292	350
每股股利	0.30	0.34	0.40	0.48	营业税金率%	7.6%	6.5%	6.0%	6.0%
价值评估(倍)					营业费用	31	42	49	58
P/E	12.97	11.19	9.59	7.98	营业费用率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
P/B	1.34	1.23	1.13	1.03	管理费用	90	105	122	146
P/S	4.00	3.43	2.95	2.47	管理费用率%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	10.54	12.26	9.56	7.36	EBIT	1503	1774	2087	2491
股息率%	2.3%	2.7%	3.1%	3.8%	财务费用	117	153	197	221
盈利能力指标(%)					财务费用率%	3.2%	3.6%	4.0%	3.8%
毛利率	52.8%	52.4%	52.4%	52.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	30.8%	30.7%	30.8%	30.9%	投资收益	66	75	88	105
净资产收益率	10.3%	11.0%	11.8%	12.9%	营业利润	1475	1712	1997	2402
资产回报率	3.7%	4.0%	4.5%	5.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	5.8%	6.1%	7.0%	8.3%	利润总额	1475	1712	1997	2401
盈利增长(%)					EBITDA	1914	1794	2134	2525
营业收入增长率	7.2%	16.5%	16.3%	19.6%	所得税	374	428	499	600
EBIT 增长率	1.1%	18.1%	17.6%	19.4%	有效所得税率%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	2.1%	15.9%	16.6%	20.2%	少数股东损益	-7	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1108	1284	1498	1801
资产负债率	63.4%	63.0%	61.1%	58.8%					
流动比率	1.12	1.18	1.26	1.36	资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.67	0.60	0.66	0.74	货币资金	2077	2000	2800	3800
现金比率	0.18	0.15	0.21	0.29	应收账款及应收票据	151	158	165	178
经营效率指标					存货	5345	7542	7900	8049
应收帐款周转天数	15.29	13.76	12.39	11.15	其它流动资产	5643	5643	5648	5653
存货周转天数	1151	1381	1243	1057	流动资产合计	13215	15343	16513	17680
总资产周转率	0.12	0.13	0.15	0.17	长期股权投资	13	13	13	13
固定资产周转率	3.21	3.77	4.55	5.57	固定资产	1120	1109	1071	1046
					在建工程	1877	1878	1879	1880
					无形资产	281	279	277	275
					非流动资产合计	16815	16803	16764	16738
现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	30030	32146	33276	34418
净利润	1108	1284	1498	1801	短期借款	2397	4127	3345	2528
少数股东损益	-7	0	0	0	应付票据及应付账款	1349	1586	1845	1947
非现金支出	439	20	47	34	预收账款	175	204	238	284
非经营收益	-40	129	150	153	其它流动负债	7893	7115	7684	8235
营运资金变动	1769	-2717	494	531	流动负债合计	11814	13032	13113	12994
经营活动现金流	3268	-1285	2188	2519	长期借款	3115	3115	3115	3115
资产	-13	-3	-3	-3	其它长期负债	4119	4119	4119	4119
投资	-2899	0	0	0	非流动负债合计	7234	7234	7234	7234
其他	156	70	83	100	负债总计	19049	20266	20348	20229
投资活动现金流	-2757	67	79	97	实收资本	1122	1122	1122	1122
债权募资	8329	1730	-781	-818	归属于母公司所有者权益	10760	11659	12707	13968
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	221	221	221	221
其他	-7924	-589	-686	-798	负债和所有者权益合计	30030	32146	33276	34418
融资活动现金流	405	1141	-1468	-1616					
现金净流量	917	-77	800	1000					

备注:(1)表中计算估值指标的收盘价日期为04月20日;(2)以上各表均为简表
资料来源:公司年报(2020),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： 城建发展,光大嘉宝,浦东金桥,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,中国恒大,华润置地,恒大物业,保利物业,大悦城,中华企业,光明地产,金科股份,雅生活服务,融创服务,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,中骏集团控股,锦和商业,华发股份,金地集团,金融街,融创中国,龙湖集团,中国海外发展

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。