

投资评级 中性 调低

## 注重修炼内功，降本增效

### 股票数据

03月31日收盘价(元)	3.86
52周股价波动(元)	3.49-6.49
总股本/流通A股(百万股)	4286/1891
总市值/流通市值(百万元)	16545/7298

### 相关研究

《收入增长显著，土储规模再上台阶》  
2020.04.01

《重组新篇章，悦上新平台》2019.11.06

《双轮驱动整装待发，强强联手志存高远》  
2018.04.19

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.5	-4.9	-11.5
相对涨幅(%)	-3.1	1.2	-11.2

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:杨凡

Tel:(010)58067828

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

### 投资要点:

- 积极复工复产，全年营收实现稳增长。**2020年公司实现营业收入384.45亿元，同比增长13.76%，全年销售额(全口径)694亿元，销售面积(全口径)312万平。2020年，公司积极应对疫情给持有型业务带来的负面影响，抢客流、促销售、控费用，持续保持品牌影响力。
- 深化大运营体系应用，运营效率稳步提升。**公司坚持推进以“计划、货值、利润、现金流(TVPC)”为核心的大运营标准和管理体系应用，2020年拿地到开工平均周期7.4个月，拿地到开盘平均周期11.2个月，拿地到现金流回正平均周期29个月，分别较推行前缩短2.7个月、6.3个月、10个月，回报指标显著提升。
- 强化现金管控，降低融资成本。**2020年实现权益销售回款648.73亿元，同比增长6.9%。截至2020年底，公司持有货币资金318亿元，较2019年增加15.1%。此外，公司积极拓宽融资渠道，平均融资成本降至5.10%，较2019年下降0.13个百分点，处于行业较低水平。2020年底，公司现金短债比1.76，公司短期偿债能力较强，净负债率85.53%，扣除预收账款后的资产负债率71.76%，财务稳健。
- 持有型物业项目保持较高出租率。**截至2020年底，公司持有已开业10个大悦城购物中心、1个春风里项目及1个祥云小镇项目(不含管理输出项目)，分别位于北京、上海、天津、沈阳、成都、杭州、烟台、西安等8个城市。购物中心可出租面积90.77万平方米，平均出租率93.9%。公司在深圳等地拥有较大规模的产业地产项目及储备用地，产业地产整体出租率达97%。
- 优化战略布局，提升投资质量。**2020年公司获取项目18个，并成功获取厦门大悦城综合体、南昌大悦城综合体地块，新增土地面积205.65万平方米，新增土储计容建筑面积456.73万平方米，土地款总额209.12亿元，平均楼面价为4,579元/平方米，平均溢价率为10.2%。截止2020年末，公司土储可售货值约2460亿元，布局全国36个城市(含香港)，主要分布于京津冀、长三角、长江中游、粤港澳大湾区、成渝等核心都市圈。
- 投资建议：“中性”。**受资产减值和联合营公司收益影响，公司2020年归母净利润同比负增长。我们认为公司后续资产减值影响会逐渐出净，利润逐步回归正常水平。我们预计公司2021年EPS为人民币0.42元，我们给予公司2021年9-11倍PE估值，对应市值区间为161-197亿元，对应合理价值区间为3.76-4.60元，2021年PEG为0.65-0.79，给予公司“中性”评级。**风险提示：**联合营公司利润率不高，影响公司整体收益。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	33787	38445	44212	50844	58470
(+/-)YoY(%)	52.4%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	2378	-387	1791	2040	2512
(+/-)YoY(%)	15.3%	-116.3%	563.0%	13.9%	23.1%
全面摊薄EPS(元)	0.55	-0.09	0.42	0.48	0.59
毛利率(%)	41.2%	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%
净资产收益率(%)	12.3%	-2.1%	9.1%	9.7%	10.9%

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

**表 1 公司利润表对比**

单位: 百万元	2019	2020	YOY%
<b>一、营业总收入</b>	33786.6	38445.3	13.79%
<b>二、营业总成本</b>			
减: 营业成本	19866.0	34186.6	72.09%
减: 销售费用	1344.2	1093.3	-18.67%
减: 管理费用	1592.8	1440.2	-9.58%
减: 财务费用	1658.6	941.3	-43.25%
加: 投资物业之公允价值变动	-15.0	-48.5	-
加: 联合营公司和共同控制实体损益	-958.2	-1369.0	42.87%
加: 其他收入及收益	26.7	69.1	158.80%
<b>三、利润总额</b>	6005.3	3124.8	-47.97%
减: 所得税	2300.0	2002.1	-12.95%
<b>四、净利润</b>			
减: 少数股东损益	1327	1510	13.79%
归属母公司净利润 (不包括货币换算差额影响)	2378	-387	-116.27%
归属母公司净利润 (包含其他全面收益)	2350	-343	-114.60%
<b>五、每股收益</b>			
基本每股收益 (元)	0.61	-0.09	-114.75%

资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所

**表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析**

(%)	2019	2020	Ppt
毛利率	41.20%	31.44%	-9.76
净利率 (归母净利润/总收入)	6.96%	-0.89%	-7.85
资产负债率	76.78%	77.16%	0.23
三项费用占收入比	13.60%	9.04%	-4.56
(百万元)	2019	2020	YoY%
总资产	183183	199871	9.11%
归属上市公司股东净资产	19411	18351	-5.46%
货币现金	27598	31764	15.10%
预收账款 (合约负债)	37557	38259	1.87%

资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所

**表 3 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			2021 年 PEG (2021PE/20-22 年 净利润符合增速)
			2020	2021E	2021E	2020	2021E	2021E	
000405.SZ	金融街	196	0.84	1.36	1.48	3.40	2.10	1.93	0.03
001979.SZ	招商蛇口	1306	1.55	1.90	2.18	7.92	6.46	5.63	0.16
600663.SH	陆家嘴	444	0.99	1.04	1.09	10.98	10.46	9.96	1.02
600007.SH	中国国贸	131	0.82	0.97	1.09	14.68	12.41	11.05	0.38
	均值					9.25	7.86	7.14	0.40

注: 收盘价为 2021 年 3 月 31 日价格, EPS 为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>38445</b>	<b>44212</b>	<b>50844</b>	<b>58470</b>
每股收益	-0.09	0.42	0.48	0.59	营业成本	26357	30948	35591	40929
每股净资产	4.28	4.58	4.93	5.35	毛利率%	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%
每股经营现金流	2.29	-1.43	5.26	1.24	营业税金及附加	3129	3537	4068	4678
每股股利	0.00	0.14	0.13	0.16	营业税金率%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1093	1238	1424	1637
P/E	-42.77	9.24	8.11	6.59	营业费用率%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
P/B	0.90	0.84	0.78	0.72	管理费用	1440	1636	1881	2163
P/S	0.43	0.37	0.33	0.28	管理费用率%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
EV/EBITDA	7.53	10.03	7.70	7.64	EBIT	6407	6853	7881	9063
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.2%</b>	财务费用	941	2032	2416	2419
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.4%	4.6%	4.8%	4.1%
毛利率	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%	资产减值损失	-722	-250	-250	-250
净利润率	-1.0%	4.1%	4.0%	4.3%	投资收益	-1217	-442	-508	-585
净资产收益率	-2.1%	9.1%	9.7%	10.9%	<b>营业利润</b>	<b>3059</b>	<b>4219</b>	<b>4809</b>	<b>5925</b>
资产回报率	-0.2%	0.8%	0.8%	0.9%	营业外收支	66	20	20	20
投资回报率	2.0%	3.5%	3.7%	4.0%	<b>利润总额</b>	<b>3125</b>	<b>4239</b>	<b>4829</b>	<b>5945</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	7766	7423	8451	9633
营业收入增长率	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%	所得税	2002	1484	1690	2081
EBIT 增长率	-12.8%	7.0%	15.0%	15.0%	有效所得税率%	64.1%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润增长率	-116.3%	563.0%	13.9%	23.1%	少数股东损益	1510	964	1098	1352
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-387</b>	<b>1791</b>	<b>2040</b>	<b>2512</b>
资产负债率	77.2%	78.3%	79.2%	80.0%					
流动比率	1.52	1.50	1.46	1.42	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.62	0.55	0.64	0.59	货币资金	31764	22868	39199	38174
现金比率	0.32	0.21	0.32	0.28	应收账款及应收票据	319	660	758	865
<b>经营效率指标</b>					存货	87457	101748	97509	112135
应收帐款周转天数	3.03	5.45	5.44	5.40	其它流动资产	29724	37490	39956	43900
存货周转天数	1211	1200	1000	1000	流动资产合计	149264	162767	177422	195074
总资产周转率	0.19	0.20	0.21	0.22	长期股权投资	11471	11671	11871	12071
固定资产周转率	9.50	9.72	10.07	10.54	固定资产	4048	4548	5048	5548
					在建工程	0	50	100	150
					无形资产	1814	2234	3154	4074
					非流动资产合计	50607	57857	65607	73357
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>199871</b>	<b>220624</b>	<b>243029</b>	<b>268432</b>
净利润	-387	1791	2040	2512	短期借款	2214	3500	4000	5000
少数股东损益	1510	964	1098	1352	应付票据及应付账款	17093	16958	19502	22427
非现金支出	2566	820	820	820	预收账款	272	221	254	292
非经营收益	2183	3754	4358	4808	其它流动负债	78385	87782	98021	109797
营运资金变动	3942	-13438	14243	-4189	流动负债合计	97964	108461	121777	137516
<b>经营活动现金流</b>	<b>9814</b>	<b>-6109</b>	<b>22560</b>	<b>5303</b>	长期借款	46943	53443	58443	63443
资产	-1622	-1580	-2079	-2079	其它长期负债	9319	10819	12319	13819
投资	-3132	-6200	-6200	-6200	非流动负债合计	56261	64261	70761	77261
其他	3700	-452	-518	-595	<b>负债总计</b>	<b>154225</b>	<b>172722</b>	<b>192539</b>	<b>214777</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1054</b>	<b>-8232</b>	<b>-8798</b>	<b>-8874</b>	实收资本	4286	4286	4286	4286
债权募资	29928	7786	5500	7500	归属于母公司所有者权益	18351	19642	21132	22944
股权募资	1920	0	0	0	少数股东权益	27295	28260	29358	30710
其他	-36253	-2342	-2930	-4954	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>199871</b>	<b>220624</b>	<b>243029</b>	<b>268432</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4404</b>	<b>5444</b>	<b>2570</b>	<b>2546</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>4289</b>	<b>-8896</b>	<b>16332</b>	<b>-1025</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 31 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  
杨凡 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,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,招商蛇口

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。