

**评级：买入（维持）**

市场价格：6.24元

分析师：陈立

执业证书编号：S0740520080008

Email: chenli@r.qizq.com.cn

联系人：贾惠琳

Email: jiahl@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	472.5
流通股本(百万股)	179.6
市价(元)	6.24
市值(百万元)	2948
流通市值(百万元)	1120

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《20220211 老旧厂房的好管家——锦和商业覆盖报告》

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	739	909	1100	1357	1701
增长率 yoy%	(10.06)	22.93	20.99	23.45	25.30
归属母公司所有者净利	156	124	147	184	233
增长率 yoy%	(12.78)	(20.54)	18.31	25.53	26.32
每股收益(元)	0.33	0.26	0.31	0.39	0.49
P/E	18.88	23.77	20.09	16.00	12.67
P/B	1.91	2.61	2.49	2.32	2.14

备注：股价采用 2022 年 4 月 20 日收盘价

**投资要点**
**■ 营业稳健增长，新租赁准则影响净利润**

2021 年，锦和商业实现营业收入 9.09 亿 (YoY+22.9%)，归母净利润 1.24 亿 (YoY-20.5%)。毛利率和归母净利润率分别为 39.3% (YoY+5.3pct) 和 13.7% (YoY-7.5pct)；其中，租赁业务毛利率 44.1% (YoY+10.7pct)，物业服务及其他业务毛利率 25.97% (YoY-9.7pct)。经营性现金流入 4.22 亿 (YoY+104.3%)

受益于疫情恢复出租率的提升和收并购后出租面积的增加，公司营收稳健增长。增收不增利主要由于新租赁准则实行后，不追溯调整 2020 年末可比数；若剔除该影响，公司可实现归母净利润 1.78 亿 (YoY+13.7%)。此外，因新租赁准则下，资产负债表两端分别确认了使用权资产和租赁负债，公司资产负债率提升至 76.66% (YoY+48.3pct)，公司实际有息负债仍为 0。

**■ 大力发展收并购，在管项目规模提升**

截至 2021 年底，公司合计在管项目 70 个，运营管理面积 112 万 m<sup>2</sup> (YoY+27.3%)。其中，承租运营、受托运营和参股运营三种模式的项目数量分别为 44、23 及 3 个；可供出租面积分别为 72、28 及 12 万 m<sup>2</sup>。

除自主外拓外，公司积极通过收并购的方式拓展项目。2021 年公司通过外拓签约获取衡山路 8 号项目和祥瑞路项目；全年完成了 5 笔并购，先后获取上海腾锦 60% 股权，上海翌钲、上海豪盟 100% 股权，北京同昌科技 60% 股权，北京城市更新 31.304% 股权和上海劲锦 100% 股权。由于并购项目交割后即可贡献收入，我们预计 2022 年公司营收将进一步增厚。

**■ 聚焦核心城市，区域深耕优势显著**

公司现有项目集中于上海大本营和在国内其他一、二线城市，细分来看，上海 60 个项目、北京 7 个项目、杭州 2 个项目，南京 1 个项目。2021 年在公司上海、北京和杭州的收入在总营收中分别占比 82%、10% 及 7%。

我们认为，在公司因起步早而积累的规模优势的基础上，区域深耕进一步提升公司行业竞争力。一方面，公司品牌效应增强，有助于新项目的拓展；另一方面，公司对物业持有方、供应方和客户的议价能力提高，有利于降低运营成本。

**■ 投资建议：公司起步早、择址优，同时具备规模优势及区域深耕优势，是国内领先的产业园区运营商。**

考虑到疫情对于 2022 年出租率的影响，和租金减免的可能性，我们预计，公司 2022 年至 2024 年实现营业收入 11.0 亿、13.6 亿、17.0 亿 (2022 和 2023 年前值为 11.9 亿及 14.8 亿)，同比增长 21.0%、23.5% 及 25.3%，实现归属母公司净利润 1.5 亿、1.8 亿及 2.3 亿 (2022 和 2023 年前值为 1.7 亿及 2.2 亿)，同比增长 18.3%、25.5% 及 26.3%。EBITDA 能更好的反映其真实利润水平，我们采用 EV/EBITDA 对公司进行估值，当前市值对应 2022 年估值为 8 倍，维持“买入”评级。

**■ 风险提示：疫情反复风险、宏观经济下行导致出租率大幅下降风险、物业产权方或出租方违约风险、客户退租风险或招商不及预期风险、研报使用的信息或数据更新不及时的风险。**

图表 1: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	247	1,367	1,820	1,716	营业收入	909	1,100	1,357	1,701
应收票据	0	0	0	0	营业成本	552	775	946	1,165
应收账款	46	37	49	67	税金及附加	7	9	10	13
预付账款	42	64	81	107	销售费用	24	33	41	51
存货	0	0	0	0	管理费用	81	99	125	154
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1	2	3	3
其他流动资产	117	106	124	138	财务费用	152	36	40	46
流动资产合计	452	1,574	2,074	2,028	信用减值损失	0	1	1	0
其他长期投资	115	139	171	215	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	202	94	110	135	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	6	24	36	44	投资收益	2	9	9	6
在建工程	21	31	41	51	其他收益	16	18	14	15
无形资产	7	26	49	57	营业利润	110	174	216	291
其他非流动资产	4,554	3,312	3,063	3,092	营业外收入	54	27	34	25
非流动资产合计	4,905	3,626	3,470	3,594	营业外支出	7	5	4	5
资产合计	5,357	5,200	5,544	5,622	利润总额	157	196	246	311
短期借款	0	0	0	0	所得税	38	49	62	78
应付票据	0	0	0	0	净利润	119	147	184	233
应付账款	50	104	126	146	少数股东损益	-5	0	0	0
预收款项	42	68	79	94	归属母公司净利润	124	147	184	233
合同负债	14	16	20	26	NOPLAT	234	174	215	268
其他应付款	378	236	258	291	EPS (摊薄)	0.26	0.31	0.39	0.49
一年内到期的非流动负债	263	100	100	100					
其他流动负债	37	48	240	137					
流动负债合计	784	572	823	794					
长期借款	0	3	6	9					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	3,322	3,322	3,322	3,322					
非流动负债合计	3,322	3,325	3,328	3,331					
负债合计	4,106	3,897	4,151	4,125					
归属母公司所有者权益	1,130	1,182	1,272	1,375					
少数股东权益	121	121	121	122					
所有者权益合计	1,251	1,303	1,393	1,497					
负债和股东权益	5,357	5,200	5,544	5,622					

  

现金流量表				
会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	422	103	419	199
现金收益	355	325	427	480
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	-6	-12	-30	-43
经营性应付影响	198	-61	54	69
其他影响	-125	-149	-33	-306
投资活动现金流	-298	1,203	32	-248
资本支出	-33	-190	-247	-227
股权投资	-168	108	-16	-25
其他长期资产变化	-97	1,285	295	4
融资活动现金流	-507	-186	2	-55
借款增加	263	-160	3	3
股利及利息支付	-104	-132	-172	-206
股东融资	6	0	0	0
其他影响	-672	106	171	148

  

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	22.9%	21.0%	23.5%	25.3%
EBIT增长率	49.3%	-24.9%	23.5%	24.7%
归母公司净利润增长率	-20.5%	18.3%	25.5%	26.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.3%	29.5%	30.3%	31.5%
净利率	13.1%	13.4%	13.6%	13.7%
ROE	9.9%	11.3%	13.2%	15.6%
ROIC	14.5%	6.1%	6.6%	7.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	76.7%	74.9%	71.6%	72.2%
债务权益比	286.6%	262.8%	246.1%	229.3%
流动比率	0.6	2.8	2.5	2.6
速动比率	0.6	2.8	2.5	2.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转天数	14	14	11	12
应付账款周转天数	39	36	44	42
存货周转天数				
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.26	0.31	0.39	0.49
每股经营现金流	0.89	0.22	0.89	0.42
每股净资产	2.39	2.50	2.69	2.91
<b>估值比率</b>				
P/E	21	18	14	11
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	8	8	6	5

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。