

证券研究报告 / 公司点评报告

**地产+N 战略转型持续推进, 财务稳健现金流向好提供安全垫**

**买入**

上次评级: 买入

**事件:** 公司发布 2020 年报, 报告期内实现营业收入 13.62 亿元, 同比增长 23.55%, 剔除投资收益后的经营利润 1.59 亿, 较上年增加 7.50 亿元。

**现金流明显向好, 货币资金充足。** 期内公司归母净利润下滑主要系去年同期投资收益数值较大, 而本期投资收益为-0.11 亿元, 而剔除投资收益后的经营利润仍然实现稳定增长。现金流方面, 期内公司经营活动现金净流量 12.24 亿元, 较去年同期+15.63 亿元扭亏为盈, 截止期末录得货币资金 25.44 亿元, 充足货币资金和稳健现金流是推进转型的有力保障。

**多元生态助力战略转型, 三大领域闭环价值变现。** 期内公司积极开拓地产+N 的多元化生态模式, 重点在城市更新与运营业务、数字+能源业务、资本运营与发展业务三大领域进行战略推进与落地, 目标发展成为创新型城市更新运营专家。地产业务方面, 期内公司实现销售面积 5.19 万方, 同比+53.6%, 销售金额 10.43 亿元, 同比+26.1%; 投资物业方面, 期内商业地产实现营收 4.58 亿元, 同比+66.35%, 公司持有的经营性物业均位于北京、天津、上海、杭州等核心城市核心区域, 租金收入具备保障; 地产+N 生态产业运营方面, 期内万通牵头组建了“新城市可持续发展运营联合体”, 与国网综能、普洛斯、商汤科技、太极股份、中国瑞达、福建电子、深圳算能等国、央企和各领域头部企业, 在新城市综合能源管理服务、数字城市发展、产城融合等方面加强合作, 发挥各自优势, 形成了赋能新型城市可持续发展的综合能力生态协作平台。期内公司成立全资子公司作为万通数字科技发展平台, 主要业务涉及技术科技领域新产业孵化, 为公司数字产业布局注入强动能。公司与商汤科技签署战略合作框架协议, 双方拟在人工智能应用场景落地、人工智能产业集群和智慧城市等领域展开战略合作, 为各业态场景赋能。截至期末, 公司已与普洛斯组建 3 家合资公司, 双方以共同开发普洛斯存量土地为首批合作项目并重点在城市更新、产城融合以及金融资本等领域展开合作, 其中双方合资成立的万普资管将主要经营不动产投资并购基金、类 REITs 基金等, 联合中融国富、东方万通一起打造产业地产价值变现闭环生态系统。

**财务稳健安全垫充足, 二次回购彰显信心。** 期内公司资产负债率稳定在 34% 以下, 有息负债率仅为 18%, 自有资金充足, 优质的资产结构为转型布局和未来融资打下坚实基础。期内公司新增基金投资, 以商汤科技、金镒铭私募股权投资、瀚木三号私募证券投资基金为代表, 本期内共实现 2737 万元收益, 提高了公司资金使用效率, 实现股东资源充分赋能, 形成公司完善的生态资源体系建设。期内公司以集中竞价方式完成回购公司股份 6662.7 万股 (占公司总股本的 3.24%), 回购资金总额 4.99 亿元。2021 年 1 月来公司第二次实施股份回购, 拟回购资金总额不低于 1.5 亿元, 不超过 3 亿元, 截至 2021 年 4 月, 公司已回购 2.32 亿元。

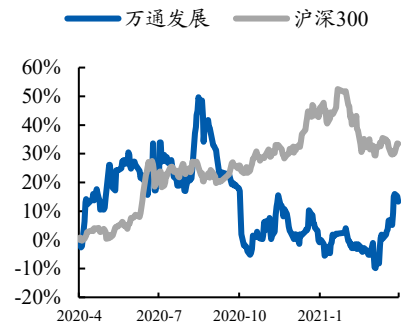
**投资建议:** 维持公司买入评级, 考虑公司转型初期既有地产开发业务结转逐年递减及新业务发展尚需培育, 下调公司 2021-22 年 EPS 至 0.08/0.09 元, 给予 2023 年 EPS 为 0.10 元, 对应 PE 为 96.05/85.32/77.97 倍。

**风险提示:** 转型不及预期; 业绩预测和估值判断不达预期。

**股票数据** 2021/04/20

6 个月目标价 (元)	10.5
收盘价 (元)	7.77
12 个月股价区间 (元)	6.18~10.26
总市值 (百万元)	15,959.65
总股本 (百万股)	2,054
A 股 (百万股)	2,054
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	18

**历史收益率曲线**



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	20%	14%	5%
相对收益	18%	21%	-27%

**相关报告**

- 《商办物业管理系列深度报告一: 空间深度广度并存, 赛道优质多维成长》 --20210401
- 《哈尔滨实施物企信用评价管理, 多家公司发布年报》 --20210329
- 《三部委发文严查经营贷, 房企负债率近八年首降》 --20210329
- 《1-2 月地产投资销售维持韧性, 房贷利率 3 月环比上行》 --20210322

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,103	1,362	1,500	1,640	1,726
(+/-)%	-69.74%	23.55%	10.10%	9.30%	5.30%
归属母公司净利润	605	51	166	187	205
(+/-)%	84.79%	-91.59%	226.66%	12.57%	9.42%
每股收益 (元)	0.29	0.02	0.08	0.09	0.10
市盈率	17.86	281.45	96.05	85.32	77.97
市净率	1.40	2.01	2.19	2.13	2.07
净资产收益率 (%)	7.84%	0.71%	2.28%	2.50%	2.66%
股息收益率 (%)	1.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	2,054	2,054	2,054	2,054	2,054

**证券分析师: 王小勇**

执业证书编号: S0550519100002  
18117166023 wuyx@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,544	2,678	2,743	2,808
交易性金融资产	34	37	39	39
应收款项	45	38	45	48
存货	2,317	2,995	3,290	3,193
其他流动资产	1,317	1,204	1,190	1,445
<b>流动资产合计</b>	<b>6,258</b>	<b>6,952</b>	<b>7,306</b>	<b>7,533</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	811	824	835	846
固定资产	115	86	64	43
无形资产	1	2	2	3
商誉	212	212	212	212
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,325</b>	<b>5,309</b>	<b>5,299</b>	<b>5,289</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,582</b>	<b>12,261</b>	<b>12,605</b>	<b>12,822</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	535	880	886	869
预收款项	17	226	236	215
一年内到期的非流动负债	126	126	126	126
<b>流动负债合计</b>	<b>1,721</b>	<b>2,242</b>	<b>2,387</b>	<b>2,381</b>
长期借款	2,193	2,164	2,150	2,143
其他长期负债	64	64	64	64
<b>长期负债合计</b>	<b>2,257</b>	<b>2,228</b>	<b>2,214</b>	<b>2,207</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,978</b>	<b>4,471</b>	<b>4,601</b>	<b>4,588</b>
归属于母公司股东权益合计	7,134	7,300	7,488	7,692
少数股东权益	470	490	517	542
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,582</b>	<b>12,261</b>	<b>12,605</b>	<b>12,822</b>

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,362</b>	<b>1,500</b>	<b>1,640</b>	<b>1,726</b>
营业成本	724	798	849	858
营业税金及附加	139	144	165	172
资产减值损失	5	0	0	0
销售费用	97	113	128	131
管理费用	169	158	162	181
财务费用	116	97	107	119
公允价值变动净收益	27	10	5	9
投资净收益	-11	41	33	38
<b>营业利润</b>	<b>148</b>	<b>244</b>	<b>267</b>	<b>314</b>
营业外收支净额	9	11	17	14
<b>利润总额</b>	<b>156</b>	<b>255</b>	<b>285</b>	<b>328</b>
所得税	81	69	70	98
净利润	76	186	214	230
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>51</b>	<b>166</b>	<b>187</b>	<b>205</b>
少数股东损益	25	20	27	25

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>76</b>	<b>186</b>	<b>214</b>	<b>230</b>
资产减值准备	-14	0	0	0
折旧及摊销	130	10	6	7
公允价值变动损失	-27	-10	-5	-9
财务费用	137	110	121	133
投资损失	11	-41	-33	-38
运营资本变动	908	-36	-143	-167
其他	3	-11	-17	-14
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>1,224</b>	<b>207</b>	<b>143</b>	<b>142</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-181</b>	<b>65</b>	<b>57</b>	<b>63</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-875</b>	<b>-138</b>	<b>-135</b>	<b>-140</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-455</b>	<b>223</b>	<b>365</b>	<b>394</b>

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.02	0.08	0.09	0.10
每股净资产 (元)	3.47	3.55	3.65	3.74
每股经营性现金流 (元)	0.60	0.10	0.07	0.07
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	23.5%	10.1%	9.3%	5.3%
净利润增长率	-91.6%	226.7%	12.6%	9.4%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	46.9%	46.8%	48.2%	50.3%
净利润率	3.7%	11.1%	11.4%	11.9%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	12.11	9.29	10.10	10.17
存货周转率 (次)	1,168.51	1,370.67	1,413.66	1,358.47
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	34.3%	36.5%	36.5%	35.8%
流动比率	3.64	3.10	3.06	3.16
速动比率	2.07	1.57	1.48	1.62
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	7.1%	7.5%	7.8%	7.6%
管理费用率	12.4%	10.5%	9.9%	10.5%
财务费用率	8.5%	6.5%	6.5%	6.9%
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	281.45	96.05	85.32	77.97
P/B (倍)	2.01	2.19	2.13	2.07
P/S (倍)	11.71	10.64	9.73	9.24
净资产收益率	0.7%	2.3%	2.5%	2.7%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

**王小勇**，重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

**吴胤翔**，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组分析师兼地产组组长。2019年加入东北证券研究所。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034555	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozzy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鹤	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn