

投资评级 **中性** **维持**

地产进入结算周期，文化业务持续推进

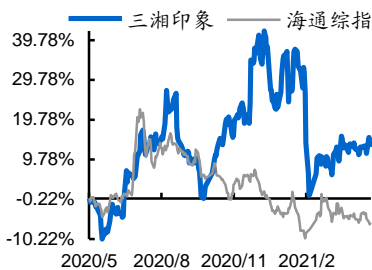
股票数据

04月29日收盘价(元)	4.16
52周股价波动(元)	3.54-5.35
总股本/流通A股(百万股)	1225/1186
总市值/流通市值(百万元)	5097/4932

相关研究

 《全面盘活存量资产，文旅业务持续推进》
 2021.02.10

《经营逐步改善，绿色科技地产+文化IP双向赋能显成效》2020.06.22

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.5	3.0	-15.1
相对涨幅(%)	-2.8	6.2	-11.1

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:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

投资要点:

- **事件:** 公司公告 2020 年年报情况。
- **经营业绩表现靓丽，净利润同增 6.23%。** 2020 年公司实现营业收入 48.89 亿元，同比增加 146.00%；实现归属于上市公司股东的净利润为 3.00 亿元，同比增加 6.23%；实现稀释后每股收益 0.23 元，同比增长 9.52%。
- **地产项目进入结算周期，为主要收入来源。** 分行业来看，房地产销售为主要贡献方，实现营业收入 45.89 亿元，占营业收入比重高达 93.85%，同比增长 157.29%，主要系上海三湘印象名邸、三湘海尚云邸、杭州海尚观邸项目进入结算周期。
- **文化业务稳定发展，加快资金回笼。** 2020 年文化演艺板块营业收入为 1.59 亿元，占比 3.24%，同比增长高达 116.02%。此前签约的《印象太极》《最忆韶山冲》有望 2021 年内实现首演。报告期，公司结合旅游产业纵深化、多业态融合发展的趋势，积极拓展项目，接洽了 30 多个，部分项目 2021 年有望签约。公司已投资的文化项目中，芒果广场有望于 2021 年全面竣工，维康金杖项目后续将退出，华人文化二期（上海）股权投资项目基金已完成上海笑果文化传媒有限公司、上海看榜信息科技有限公司、高斯教育有限公司、上海奈尔宝企业管理有限公司、重庆洪九果品股份有限公司、Clobotics Holdings Limited 等头部优势项目的投资。
- **利润率显著下滑，三道红线为绿档。** 2020 年，公司毛利率为 14.95%，同比大幅下降 21.42 个百分点；净利率为 6.13%，同比下降 8.06 个百分点。分行业来看，文化演艺行业毛利率为 62.88%，同比上升 18.24%，房地产销售行业毛利率为 12.91%，同比下降 24.71 个百分点。截止报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 34.31%，同比减少 6.21 个百分点；净负债率 2.36%，同比大幅减少 38.77 个百分点；现金短债比从 2020 年初的 1.53 上升至 2020 年底的 1.63，为绿档企业。
- **投资建议：维持“中性”评级。** 我们预测公司 2021、2022 年的营业总收入分别约为 54.50 亿元、59.18 亿元，归属母公司所有者的净利润为 4.10 亿元、4.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.33 元、0.38 元。按照公司 2021 年 4 月 29 日收盘价 4.16 元计算，对应 2021 和 2022 年 PE 为 12.43 倍、10.97 倍。我们给予公司 2021 年 13-15XPE，合理价值区间在 4.35~5.02 元，维持“中性”评级。**风险提示：** 1) 房地产开发业务销售和结算不及预期；2) 公司文化业务推进不及预期。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1988	4889	5450	5918	5470
(+/-)YoY(%)	21.7%	146.0%	11.5%	8.6%	-7.6%
净利润(百万元)	282	300	410	465	440
(+/-)YoY(%)	161.9%	6.2%	36.8%	13.3%	-5.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.24	0.33	0.38	0.36
毛利率(%)	36.4%	14.9%	18.1%	18.3%	18.8%
净资产收益率(%)	4.8%	6.1%	7.7%	8.2%	7.4%

 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 公司利润表情况

单位: 百万元	2020	2019	YOY%	海通分析
一、营业总收入	4889.42	1987.58	146.00%	
二、营业总成本	4593.29	1784.53	157.39%	
营业成本	4158.56	1264.65	228.83%	
营业税金及附加	10.27	99.81	-89.71%	
销售费用	142.67	112.56	26.75%	
管理费用	188.79	186.97	0.97%	
财务费用	86.26	105.91	-18.55%	
资产减值损失	-1.43	0.00		
投资净收益	-16.84	23.33	-172.18%	
三、营业利润	-429.72	298.95	-243.74%	
加: 营业外收入	727.02	46.82	1452.80%	
减: 营业外支出	4.12	0.34	1111.76%	
四、利润总额	293.18	345.44	-15.13%	
减: 所得税	84.59	134.46	-37.09%	
五、净利润	208.59	210.98	-1.13%	
减: 少数股东损益	-91.09	-71.11	28.10%	
归属母公司净利润	299.67	282.09	6.23%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.23	0.21	9.52%	

资料来源: 公司 2019、2020 年年报, 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

(%)	2020	2019	Ppt	海通分析
毛利率	14.95%	36.37%	-21.42	
净利率	6.13%	14.19%	-8.06	
资产负债率	51.61%	55.56%	-3.95	
剔除预收账款和合同负债后的资产负债率	34.31%	40.52%	-6.21	
净负债率	2.36%	41.13%	-38.77	
三项费用占收入比	8.54%	20.40%	-11.86	
ROE (摊薄)	6.10%	4.82%	1.27	
(百万元)	2020	2019	YOY%	海通分析
总资产	9661.68	12827.17	-24.68%	
净资产	4915.89	5849.53	-15.96%	
货币现金	1361.15	655.15	107.76%	
预收账款	2544.85	3244.54	-21.57%	主要系本期收三湘印象名邸(上海浦东)项目预售房款所致。
一年内到期的非流动负债	597.00	327.00	82.57%	
经营活动现金流净额	2825.89	2275.11	24.21%	主要系本期三湘海尚观邸(杭州三湘)项目交房结转收入和收三湘印象名邸(上海浦东)项目预售房款共同影响所致。

资料来源: 公司 2019、2020 年年报, 海通证券研究所

表3 公司分项业务情况预测 (百万元人民币)

项目	2020	2021E	2022E	2023E
房地产开发收入	4588.85	5092.07	5510.40	5015.85
增速 (%)	157.29	10.97	8.22	-8.97
毛利率 (%)	12.91	16.00	16.00	16.00
文化板块收入	158.63	206.21	247.46	284.57
增速 (%)	116.02	30.00	20.00	15.00
毛利率 (%)	62.88	63.00	63.00	63.00
建工版块收入	60.80	63.84	67.03	70.39
增速 (%)	6.32	5.00	5.00	5.00
毛利率 (%)	17.71	15.00	15.00	15.00
房屋租赁板块收入	35.61	40.95	45.05	49.55
增速 (%)	29.68	15.00	10.00	10.00
毛利率 (%)	52.95	53.00	53.00	53.00
其他主营业务板块收入	45.52	46.89	48.30	49.74
增速 (%)	4.12	3.00	3.00	3.00
毛利率 (%)	19.84	19.80	19.80	19.80
营业总收入	4889.42	5449.97	5918.23	5470.11
增速 (%)	146.00	11.46	8.59	-7.57
营业成本	4158.56	4464.76	4837.18	4441.62
毛利率 (%)	14.95	18.08	18.27	18.80

资料来源: 公司 2020 年年报, 海通证券研究所
 注: 其他主营业务板块于 2020 年起合并

表4 盈利预测表 (百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业总收入	4889	5450	5918	5470
二、营业成本	4159	4465	4837	4442
三、营业利润	-430	471	499	483
加: 营业外收支	723	17	17	17
四、利润总额	293	488	516	500
减: 所得税	85	195	187	188
五、净利润	209	293	329	312
减: 少数股东损益	-91	-117	-136	-128
六、归属母公司所有者净利润	300	410	465	440
每股收益 (元/股)	0.24	0.33	0.38	0.36

资料来源: 公司 2020 年年报, 海通证券研究所

表 5 市场可比公司估值情况 (按 2021 年 4 月 29 日收盘价计算)

公司	股价 (人民币元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2021E
万科 A	27.89	3.57	3.92	4.26	7.81	7.11	6.55	0.71
保利地产	14.18	2.42	2.70	3.03	5.86	5.25	4.68	0.39
招商蛇口	11.74	1.55	1.84	2.10	7.57	6.38	5.59	0.34
陆家嘴	11.11	0.99	1.12	1.28	11.22	9.92	8.68	0.63
(地产类) 均值						7.17	6.37	0.52
宋城演艺	21.99	-0.67	0.42	0.63	-32.82	52.36	34.90	
丽江股份	6.86	0.13	0.31	0.36	52.77	22.13	19.06	0.29
(文化类) 均值						37.24	26.98	0.29
三湘印象	4.16	0.24	0.33	0.38	17.01	12.43	10.97	0.45

资料来源: EPS 为 Wind 一致预测值, 海通证券研究所

备注: PEG 的 G 按照预测的 2019-2021 年净利润年化复合增速计算。

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	4889	5450	5918	5470
每股收益	0.24	0.33	0.38	0.36	营业成本	4159	4465	4837	4442
每股净资产	4.01	4.35	4.61	4.86	毛利率%	14.9%	18.1%	18.3%	18.8%
每股经营现金流	2.31	1.87	-0.18	0.40	营业税金及附加	10	54	59	55
每股股利	0.00	0.00	0.19	0.19	营业税金率%	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	143	158	189	191
P/E	17.01	12.43	10.97	11.58	营业费用率%	2.9%	2.9%	3.2%	3.5%
P/B	1.04	0.96	0.90	0.86	管理费用	189	272	296	274
P/S	0.61	0.55	0.51	0.55	管理费用率%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	7.10	2.46	3.65	4.23	EBIT	389	500	537	509
股息率%	0.0%	0.0%	4.7%	4.7%	财务费用	86	42	40	32
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	0.8%	0.7%	0.6%
毛利率	14.9%	18.1%	18.3%	18.8%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	6.1%	7.5%	7.8%	8.0%	投资收益	-17	9	0	3
净资产收益率	6.1%	7.7%	8.2%	7.4%	营业利润	-430	471	499	483
资产回报率	3.1%	3.8%	4.2%	4.1%	营业外收支	723	17	17	17
投资回报率	4.5%	4.4%	5.1%	4.7%	利润总额	293	488	516	500
盈利增长 (%)					EBITDA	442	548	584	556
营业收入增长率	146.0%	11.5%	8.6%	-7.6%	所得税	85	195	187	188
EBIT 增长率	20.3%	28.5%	7.3%	-5.2%	有效所得税率%	28.9%	40.0%	36.3%	37.5%
净利润增长率	6.2%	36.8%	13.3%	-5.3%	少数股东损益	-91	-117	-136	-128
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	300	410	465	440
资产负债率	51.6%	54.5%	53.6%	50.4%					
流动比率	1.96	1.93	1.78	1.72	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.44	0.89	0.62	0.58	货币资金	1361	3554	2466	2050
现金比率	0.33	0.77	0.50	0.45	应收账款及应收票据	69	140	129	126
经营效率指标					存货	5902	4404	5301	4868
应收帐款周转天数	5.15	9.36	7.96	8.42	其它流动资产	778	766	826	828
存货周转天数	517.98	360.00	400.00	400.00	流动资产合计	8110	8863	8722	7871
总资产周转率	0.51	0.50	0.53	0.51	长期股权投资	398	898	1248	1748
固定资产周转率	79.49	69.69	61.13	46.63	固定资产	62	78	97	117
					在建工程	0	1	3	4
					无形资产	163	135	107	79
					非流动资产合计	1552	2046	2384	2878
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	9662	10908	11106	10749
净利润	300	410	465	440	短期借款	100	0	0	0
少数股东损益	-91	-117	-136	-128	应付票据及应付账款	281	306	330	303
非现金支出	59	47	47	47	预收账款	32	272	296	274
非经营收益	28	31	39	23	其它流动负债	3726	4011	4272	3991
营运资金变动	2530	1919	-633	110	流动负债合计	4140	4589	4898	4568
经营活动现金流	2826	2291	-218	492	长期借款	780	1284	984	784
资产	-1	-3	-5	-7	其它长期负债	67	67	67	67
投资	-28	-440	-363	-517	非流动负债合计	847	1351	1051	851
其他	13	-4	-4	-1	负债总计	4987	5940	5949	5419
投资活动现金流	-17	-447	-372	-525	实收资本	722	722	722	722
债权募资	483	404	-300	-200	归属于母公司所有者权益	4916	5326	5651	5951
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-241	-358	-494	-621
其他	-2810	-56	-197	-184	负债和所有者权益合计	9662	10908	11106	10749
融资活动现金流	-2327	348	-497	-384					
现金净流量	482	2192	-1087	-416					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 日

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
金晶 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。