

坐拥湾区禀赋，转型指日可待

华泰研究

2021年7月18日 | 中国内地

首次覆盖

房地产/房地产开发

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

5.47

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	
研究员	韩笑
SAC No. S0570518010002	hanxiao012792@htsc.com
SFC No. BQA941	+8601056793959
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+86-21-28972087

核心观点

公司存量资产价值优渥，20年末现金+银行理财完全覆盖有息负债，内在价值有保障。未来弹性则取决于公司转型节奏以及恒裕系的后续动作。我们预计公司21-23年EPS为0.35、0.29、0.29元。可比公司2021年平均PE为13.17倍(Wind一致预期)，考虑到公司NAV达到128亿元以及恒裕系带来的积极影响，我们认为公司合理2021PE为15.8倍，合理价值为81.22亿元，目标价5.47元。首次覆盖，给予“增持”评级。

熟稔深圳旧改，存量资产价值稀缺

公司历史上经历三次转型，当前主业为地产开发+自持经营。截至2020年末，我们测算开发项目全口径可售货值277亿元。其中，深圳南山A区城市更新项目保守测算货值约为161亿元，受益于深圳旧改政策，后续规划仍有进一步优化的可能。公司自持物业面积为19.41万平，我们测算重估价值为61亿元。公司NAV为128亿元，最新市值较NAV折价49%。

现金充裕，为转型铺路

公司地产业务以存量项目开发为主，杠杆很低，2020年末现金+银行理财50.5亿元，完全覆盖20.1亿元有息负债。高价值的存货和自持物业有望持续为公司带来现金流入。随着存量项目逐步去化，公司于2019年明确提出转型诉求，充裕的现金有望为新一轮转型奠定良好基础。

恒裕系介入控股股东层面的股权重组，为公司发展带来更多可能

控股股东华联集团层面的股权转让纠纷随着杭州金研的撤诉基本告一段落，恒裕系或将自锦江集团、河南富鑫、长安信托收购华联集团53.69%股权，总对价55亿元。恒裕集团以地产开发为主业，涵盖商业运营、城市更新、物业管理、金融投资等领域，在深圳拥有丰富的旧改资源，官网显示拥有7个在建项目、30余个储备项目(33个项目位于深圳、4个位于惠州)。恒裕系或将为公司发展带来更多可能。

首次覆盖，给予“增持”评级

我们选取同样在深圳拥有丰富旧改资源的龙光集团，以及地产转型标的苏宁环球、鲁商发展作为可比公司，2021年平均PE为13.17倍(Wind一致预期)。考虑到公司NAV达到128亿元以及恒裕系带来的积极影响，我们认为公司合理2021PE为15.8倍，合理价值为81.22亿元，目标价5.47元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示: 控股股东股权变动存在不确定性，存量项目去化风险，转型风险，旧改项目不确定性。

经营预测指标与估值

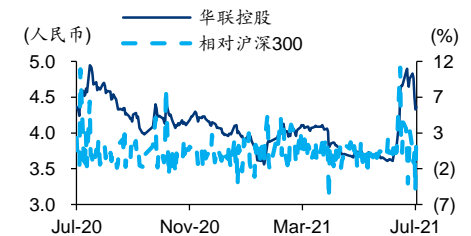
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	3,169	2,705	2,372	2,024	1,972
+/-%	(4.98)	(14.63)	(12.32)	(14.67)	(2.58)
归属母公司净利润(人民币百万)	817.57	551.17	514.02	435.36	424.34
+/-%	(15.60)	(32.58)	(6.74)	(15.30)	(2.53)
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.55	0.37	0.35	0.29	0.29
ROE(%)	15.78	13.27	11.66	9.37	8.70
PE(倍)	7.91	11.74	12.59	14.86	15.25
PB(倍)	1.31	1.32	1.27	1.25	1.21
EV EBITDA(倍)	2.18	3.93	3.91	3.91	3.24

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	5.47
收盘价(人民币 截至7月16日)	4.36
市值(人民币百万)	6,470
6个月平均日成交额(人民币百万)	39.05
52周价格范围(人民币)	3.56-4.95
BVPS(人民币)	3.38

股价走势图



资料来源: Wind

正文目录

核心逻辑.....	4
华联控股：新一轮转型蓄势待发.....	5
熟稔深圳旧改，存量资产价值稀缺.....	6
深圳旧改价值稳步释放，可售货值约 277 亿元.....	6
持有型物业聚焦核心一二线城市，重估价值为 61 亿元.....	9
保守测算 NAV 128 亿元，市值较 NAV 折价 49%.....	10
现金充裕，为转型铺路.....	11
现金+银行理财完全覆盖有息负债，为转型奠定良好基础.....	11
业绩随结转节奏波动，盈利能力远高于行业平均.....	12
业绩释放期积极分红回馈市场，股息率达 5.27%.....	13
恒裕系介入控股股东股权重组，为公司发展带来更多可能.....	14
公司和控股股东均无实控人.....	14
恒裕系或将间接持有控股股东 53.69% 股权，为公司发展带来更多可能.....	14
投资建议.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司营收拆分（单位：亿元）.....	5
图表 2： 华联城市全景项目建筑用地规划明细.....	6
图表 3： 华联城市商务中心项目建筑用地规划明细.....	6
图表 4： 《关于进一步加大居住用地供应的若干措施》（征求意见稿）相关措施详情.....	7
图表 5： 华联南山 A 区周边二手房项目和售价.....	7
图表 6： 深圳城市更新政策发展历程.....	8
图表 7： 广东各市城市更新政策细则.....	9
图表 8： 公司自持物业估价表.....	10
图表 9： 公司 NAV 估值汇总.....	10
图表 10： 公司净负债率.....	11
图表 11： 公司扣除预收账款的资产负债率.....	11
图表 12： 公司短债覆盖率.....	11
图表 13： 公司货币资金.....	11
图表 14： 公司房地产销售金额.....	12
图表 15： 公司营收和同比增速.....	12
图表 16： 公司归母净利润和同比增速.....	12
图表 17： 公司毛利率和归母净利率.....	12
图表 18： 公司销售和管理费用率.....	13
图表 19： 公司少数股东损益占比.....	13

图表 20: 公司现金分红总额和分红率.....	13
图表 21: 华联集团历史沿革.....	14
图表 22: 2019 年以来华联集团股权转让概况.....	15
图表 23: 公司股权结构图(截至 2021 年 5 月 17 日).....	15
图表 24: 恒裕集团产业布局.....	16
图表 25: 恒裕集团地产开发在建和储备项目.....	16
图表 26: 公司盈利预测表(单位: 亿元, 特殊注明除外).....	17
图表 27: 可比公司估值表.....	18
图表 28: 华联控股 PE-Bands.....	18
图表 29: 华联控股 PB-Bands.....	18

核心逻辑

公司此前市场关注度较低。一方面市场对于公司存量资产的价值，尤其是深圳南山 A 区城市更新项目的价值未有清晰认知；另一方面控股股东层面的股权转让较为复杂，市场尚未形成清晰预期。本篇报告中，我们重点回应了这两点：一方面对公司存量资产的价值进行了详尽测算，指出公司存量资产价值被显著低估；另一方面梳理了控股股东股权转让的最新进展，指出股权纠纷基本告一段落，恒裕系或将为公司未来发展带来更多可能。

公司熟谙深圳旧改，存量资产价值稀缺。根据我们测算，截至 2020 年末公司全口径可售货值 277 亿元。其中，深圳南山 A 区城市更新项目按保障房售价保守测算预计能够带来 161 亿元可售货值，后续或将受益于深圳 7 月 9 日的旧改新政，存在规划优化的可能。公司自持物业面积为 19.41 万平，我们测算重估价值为 61 亿元。公司 NAV 为 128 亿元，当前市值相对 NAV 折价 49%。

现金充裕，为转型铺路。截至 2020 年末，公司现金+银行理财共计 50.5 亿元，而扣除预收账款的总负债为 45.0 亿元，其中有息负债仅为 20.1 亿元。根据我们测算，公司 32.0 亿元存货的潜在货值为 277 亿元、出售并结转后能够带来 42.0 亿元归母净利润，6.9 亿元投资性房地产和 8.0 亿元固定资产的重估价值为 61.3 亿元，2019 年带来 4.38 亿元经营性收入（2020 年受疫情影响降至 3.70 亿元），有望持续为公司带来现金流入。随着存量项目逐步去化，公司于 2019 年明确提出转型诉求，充裕的现金有望为新一轮转型奠定良好基础。

恒裕系介入控股股东层面的股权重组，为公司发展带来更多可能。控股股东华联集团层面的股权转让纠纷随着杭州金研的撤诉基本告一段落，恒裕系或将自锦江集团、河南富鑫、长安信托收购华联集团 53.69% 股权，总对价 55 亿元。恒裕集团在深圳拥有丰富的旧改资源，官网显示拥有 7 个在建项目、30 余个储备项目（33 个项目位于深圳、4 个位于惠州）。恒裕系或将为公司发展带来更多可能。

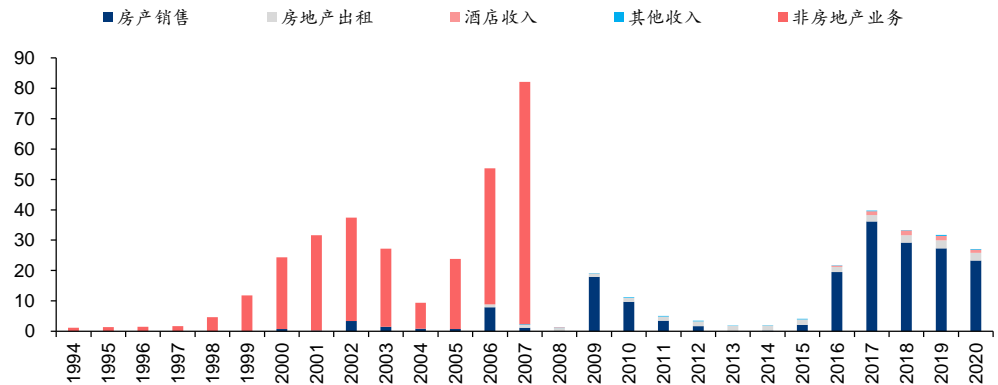
公司存量资产价值优渥，20 年末现金+银行理财完全覆盖有息负债，内在价值有保障。未来弹性则取决于公司转型节奏以及恒裕系的后续动作。我们选取同样在深圳拥有丰富旧改资源的龙光集团，以及地产转型标的苏宁环球、鲁商发展作为可比公司，2021 年平均 PE 为 13.17 倍（Wind 一致预期）。考虑到公司 NAV 达到 128 亿元以及恒裕系带来的积极影响，我们认为公司合理 2021PE 为 15.8 倍，合理价值为 81.22 亿元，目标价 5.47 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

华联控股：新一轮转型蓄势待发

三次转型实现主业平稳过渡，当前主业为地产开发+自持经营，在深圳积累了丰富的旧改经验。深圳市华联控股股份有限公司（000036 CH）成立于1993年11月11日，1994年在深交所上市。二十余年来，公司顺应时代发展潮流、及时调整经营方针，经历三次转型，由最初的化纤主业到纺织服装，再到石化新材料 PTA 的生产与销售，再自2009年起聚焦于房地产开发和物业经营与服务管理业务，实现了主业的平稳过渡和公司的可持续发展。公司地产业务先后在深圳、上海、杭州等地开发建设了惠中名苑、华联花园、华联城市山林、华联城市全景、上海新华世纪园、杭州星光大道、时代大厦、钱塘会馆和全景天地（万豪酒店）等多个项目，尤其在深圳积累了丰富的旧改经验，包括已竣工的华联城市全景、在建的华联城市商务中心和规划中的华联南山 A 区等项目。

公司正在探索新一轮转型方向。2015年起公司通过投资产业基金的形式，开始探索新一轮转型的潜在方向。2018年公司提出“需要慎重考虑和处理好产业升级、转型发展及产业发展规划等问题”。2019年提出“目前土地储备或项目不足以支撑公司长期发展，存在产业升级及转型发展诉求”，正式明确转型诉求。2020年进一步提出“目前销售以研发办公、公寓产品占主导，与住宅产品相比，在营销手段、目标群体等方面存在较大差别，去化难度增大”。随着存量项目的逐步去化，我们预计公司转型诉求或将逐渐增强，历史上三次成功转型的经验或将为公司开启新一轮转型提供借鉴。

图表1：公司营收拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰研究

熟稔深圳旧改，存量资产价值稀缺

深圳旧改价值稳步释放，可售货值约 277 亿元

截至 2020 年末，公司在深圳、杭州拥有华联城市全景、华联城市商务中心、华联南山 A 区城市更新、杭州钱塘公馆 4 个开发项目。根据我们测算，截至 2020 年末公司全口径可售货值约 277 亿元，其中南山 A 区城市更新项目规划尚未完全确定，我们保守测算货值约为 161 亿元。

华联城市全景项目：该项目为“工改住”方向的城市更新项目。据公司公告，2012 年 5 月该项目获批通过，项目总可售面积 19.67 万平，地块核定土地使用权出让金、土地开发金和市政配套设施金合计 12.67 亿元，我们计算楼面地价 6440 元/平。截至 2020 年末，项目已全部竣工，剩余可售面积和未结算面积均为 9507 万平，我们参考贝壳的数据，预计项目售价为 8.5 万/平，则全口径可售货值和未结算货值均为 8.08 亿元。公司 2021 年计划继续做好尾盘销售工作。

图表2：华联城市全景项目建筑用地规划明细

用途	建筑面积 (单位: 万平)
住宅	15.83
其中: 保障性住房	2.53
物业管理用房	0.04
商业	2.37
商务公寓	1.50
合计	19.70

资料来源：公司公告，华泰研究

华联城市商务中心项目：该项目为“工改工”方向的城市更新项目。据公司公告，2014 年 10 月，公司南山区“华联工业园 B 区”项目成功获得规土委审批复函，项目总可售面积 19.90 万平，地块核定土地使用权出让金、土地开发金和市政配套设施金合计 11.91 亿元，我们计算楼面地价 5986 元/平。截至 2020 年末，项目北区 (T1、T3、T5) 已竣工，南区 (T2、T4) 已预售，剩余可售面积 15.81 万平，未结算面积 16.46 万平，我们参考贝壳的数据，预计项目售价为 6.2 万元/平，则全口径可售货值 98.52 亿元，未结算货值 102.58 亿元。公司计划 2021 年继续推进 T2、T3、T4 栋销售工作，力争实现销售收入 10 亿元，同时实现项目整体竣工交付。

图表3：华联城市商务中心项目建筑用地规划明细

用途	建筑面积 (单位: 万平)
产业研发用房	14.74
其中: 创新型产业用房	0.73
产业配套用房	5.95
其中: 商业服务设施	1.00
配套宿舍	4.95
公共配套设施	0.36
公共服务设施	0.52
合计	21.04

资料来源：公司公告，华泰研究

华联南山 A 区城市更新项目：该项目历史上为公司纺织厂房，2017 年获准计划立项，更新方向拟为“新型产业及商业服务业”(M0+C)，即“工改工”，其中项目拆除重建用地面积 7.77 万平，可开发面积 4.89 万平。考虑到“工改工”项目产品的流动性限制，以及区域内办公楼供大于求等因素，公司积极与政府沟通，2020 年 5 月项目取得《关于将华联 A 区通过城市更新“工改保”项目纳入保障性安居工程建设计划的复函》，城市更新方向由“工改工”拟调整为“工改保”。但由于深圳“工改保”工作尚在探索阶段，相关不确定因素较多，公司决定暂缓推进“华联南山 A 区”项目，探求项目开发方向的更多可能性，以提升该项目的开发前景及盈利空间。

2021年7月9日，深圳市规划和自然资源局发布《关于进一步加大居住用地供应的若干措施》(征求意见稿)，其中提及鼓励旧改项目建设住宅、鼓励轨道站点500米范围内实施以居住为主的综合开发等内容，我们预计该项目(距离地铁荔林、南油西站直线距离均不到500米)后续规划仍有进一步优化的可能。

货值测算上我们秉持保守原则，仍以“工改保”的方案进行测算。参考华联城市商务中心(即华联南山B区旧改项目，与该项目一路之隔)的情况，假设该项目综合容积率为6.1，保障房售价假设为周边项目均价的70%(根据《深圳市安居型商品房定价实施细则》，安居型商品房(毛坯)最高销售价格不得超过市场评估价的70%)，即54010元/平，则全口径可售货值为161亿元。项目由公司主导报批，我们预计权益比例将超过50%以实现控制，我们保守假设为51%。

图表4: 《关于进一步加大居住用地供应的若干措施》(征求意见稿) 相关措施详情

主要措施	详情
优化居住用地结构布局	通过国土空间规划传导机制将规划居住用地面积和建筑面积逐级传导至分区规划和法定图则,并优化城市更新、土地整备、旧住宅区改造等存量土地开发政策,调整用地结构,提高居住用地比例。
提高居住用地开发强度	鼓励在已建、在建及已纳入近期建设规划的轨道站点500米范围内实施以居住为主的综合开发。
引导未批规划更新项目建设住宅	城市更新单元规划尚未批准的项目(含尚未列入城市更新单元计划的项目,小地块城市更新项目除外),可按以下规定增加住房供应: (一)计划公告更新方向以居住为主或本措施施行前的法定图则的主导功能为居住的(居住用地占比超过50%),除无偿移交政府的用地外,城市更新单元规划确定的开发建设用地可规划为居住用地,并按现行政策配建公共住房,无须调整更新单元计划和法定图则。 (二)计划公告更新方向以商业为主或法定图则的主导功能为商业的,可将更新方向调整为居住(公共住房为主)后,按照现行规则确定单元规划容积。
引导已批规划更新项目建设住宅	本措施施行前更新单元规划已经批准但尚未签订土地使用权出让合同的城市更新项目(小地块城市更新项目除外),可按以下规定增加住房供应: (一)在保持原批准规划容积不变的前提下,可将已批商业建筑面积全部或部分调整为出售的公共住房。 (二)位于已建、在建及已纳入近期建设规划的轨道站点500米范围内的项目,可按规定修改规划(含项目原更新方向未包含居住功能的,可调整增加居住更新方向)增加住宅建筑面积,增加的住宅建筑面积全部用于建设出售的公共住房。

资料来源:公司公告,华泰研究

图表5: 华联南山A区周边二手房项目和售价



资料来源:贝壳,深圳本地宝,华泰研究

杭州钱塘公馆项目：据公司年报，2005年子公司杭州华联自筹4亿元人民币购得杭州市江干区钱江新城41号土地，土地面积4.8万平方米。其中，钱塘公馆子项目总可售面积达3.98万平，计算楼面地价均价2350元/平。截至2020年末，项目已全部竣工，剩余可售面积1.32万平，未结算面积1.59万平，我们参考贝壳的数据，预计项目售价7.38万/平，则全口径可售货值9.75亿元，未结算货值11.74亿元。公司计划2021年继续推进该项目的销售，力争实现销售收入3亿元。

根据DTZ城市更新平台研究，我国发达城市的城市更新基本处于3.0向4.0的转型期，由大拆大建转变为拆除重建和综合整治相结合，并且法规体系逐步完善，强调整体利益平衡。随着地产开发增量速度放缓以及新型城镇化对高质量发展的诉求，城市更新将日益成为存量资源优化配置、城市功能升级和居住质量提升的重要路径。

深圳作为城市更新的发源地，旧改模式以市场主导为主，公开引入的市场参与主体可通过协议出让、毛地出让、公开招商合作、单一主体挂牌等方式获取土地，并且实现一二级联动。根据《佳兆业2021年全国城市更新行业报告》，2020年珠三角九市共计出台179份与城市更新相关的政策文件，截至2021年大湾区累计三旧改造面积18.76万亩，无论是政策体系完备程度还是旧改规模均处于全国领先地位。

图表6：深圳城市更新政策发展历程



资料来源：佳兆业，深圳市规划和自然资源局，华泰研究

图表7： 广东各市城市更新政策细则

	深圳	广州	东莞	中山	珠海	惠州	佛山	江门
更新模式	市场化	市场化	市场化	市场化	市场化	半市场化	市场化	市场化
机构设置	市规划与自然资源局区更新局			市住房和城乡建设局市规划和自然资源局		市规划与自然资源局		
更新对象	旧村、旧厂、旧城							
政策导向	市场主导， 规则清晰	政府全流程， 强管控	市场主导， 规则清晰	政策不稳定	优先旧村	政策不清晰， 推动较慢	事权下放， 一区一策	优先市区， 逐步推广
更新路径	拆除重建、 综合整治	全面改造、 微改造	拆除重建、 综合整治	拆除重建、 综合整治	拆除重建、 综合整治	拆除重建	拆除重建、 综合整治	拆除重建
土地获取	协议出让	公开招商 合作企业	单一主体挂牌	公开引入市场主 体	协议出让	毛地出让	协议出让	协议出让
政策特点	城市更新政策 发源地	政府强管控， 成本反算容积率	前期服务商提前 引入市场主体	成本反算容积率， 公开挂牌	前期合作企业， 成本反算容积率	无市级纲领性文 件，仲恺先行先试	政策空间大， 类似深圳	地价返还比例高
重点政策	《深圳城市更新办 法》《深圳市城市 更新办法实施细 则》《暂行措施》	《广州市城市更 新办法》《实施意 见》	《关于深化改革 全力推进城市更 新提升城市品质 的意见》	《中山市城市更 新管理办法》（征 求意见稿）	《珠海市中旧 村更新实施细则》	《仲恺大道沿线 城市更新工作的 实施意见》	《关于深化改革 加快推动城市更 新促进高质量发 展的实施意见》	《江门市市区“三 旧”改造实施方 法》（征求意见稿）

资料来源：佳兆业，深圳市规划和自然资源局，华泰研究

公司核心资产主要通过城市更新方式获取，规划批复时间均在 2015 年之前，具备明显的成本优势。此外，公司深耕深圳旧改项目过程中积累了宝贵经验，从立项申报、专向规划报批到筹划建设等形成相对成熟的运营模式。除了稳步推进现有存量项目之外，根据公司年报，公司未来将进一步加强分析、研究粤港澳大湾区政策，结合深圳土地政策改革导向，探索其他老旧物业进行或参与城市更新的可能性、可行性。

持有型物业聚焦核心一二线城市，重估价值为 61 亿元

公司自持物业主要位于深圳、上海、广州、杭州、东莞等核心一二线城市，业态包含厂房、办公、商业、公寓、酒店、酒店式公寓和仓储等。根据公司年报，截至 2020 年末公司自持物业面积为 19.41 万平，在报表上主要分布在投资性房地产（6.91 亿元）和固定资产（7.96 亿元）两个科目。2020 年公司物业租金及服务管理（含酒店）等经营性收入 3.70 亿元，同比下降 15.33%，主要由于疫情影响出租率。尤其是杭州全景天地项目（包含 3.81 万平万豪酒店和 1.64 万平酒店式公寓）受到的影响较大，年初基本处于停业状态，此后入住率逐月改善，10-12 月恢复至 2019 年同期水平并有所增长。

我们参考周边可比项目均价，采用市场比较法测算出公司持有型物业的重估价值为 61.31 亿元。剔除疫情影响，参考公司 2019 年租金收入 4.38 亿元估算持有型资产的租金回报率为 7.1%。

图表8：公司自持物业估价表

业态	城市	出租项目名称	权益比例 (%)	可出租面积 (平)	累计已出租面积 (平)	出租率	项目估价 (元/平)	项目总价 (万元)
厂房	深圳	深圳市福田区八卦岭工业区	100%	3606	3606	100%	27388	9876
	深圳	深圳市南山区南油工业区 108 栋二层	100%	2535	2535	100%	31388	7957
	深圳	深圳市福田区上步工业区	69%	9186	9186	100%	27388	17284
	深圳	深圳市福田区八卦岭工业区	69%	16279	15935	98%	27388	30630
	东莞	东莞市惠隆厂区	100%	9000	9000	100%	7244	6519
办公	广州	广州市越秀区珠江大厦	69%	2353	1805	77%	19927	3221
	上海	上海市华联发展大厦	52%	11912	10119	88%	27900	17122
	杭州	UDC 时代大厦	74%	44865	37300	83%	38799	128812
商业	深圳	华联城市全景商铺	100%	8272	6739	81%	79331	65625
	深圳	深圳市南山区城市山林	69%	16170	16170	100%	133672	148496
	上海	华联创意广场	52%	10565	8836	87%	25290	13765
公寓	深圳	深圳市南山区华联花园	69%	2294	2294	100%	75440	11890
酒店和酒店式公寓	杭州	全景天地 1 号楼、2 号楼	74%	54581			36864	148892
仓储	深圳	深圳市罗湖区笋岗干货仓 801 栋北座 102、	69%	2474	2474	100%	17532	2980
		2 层、5 层						
合计				194091				613069

资料来源：公司公告，贝壳，中国房价行情网，华泰研究

保守测算 NAV 128 亿元，市值较 NAV 折价 49%

综合开发业务权益未结算货值以及持有型物业价值重估，我们测算公司房地产开发业务净权益增加值为 32.56 亿元，持有型物业公允价值为 61.31 亿元，合计 NAV 达 128.06 亿元。截至 2021 年 7 月 16 日公司市值为 64.70 亿元，较 NAV 折价 49%。

图表9：公司 NAV 估值汇总

WACC	7.3%
房地产项目净权益增加值	3256
2020 年末投资性房地产+固定资产 (百万元)	1,486
重估后持有型物业 (百万元)	6,131
2020 年末归母净资产 (百万元)	4,905
NAV (百万元)	12,806

注：WACC 采用公司 2020 年融资成本区间的上限

资料来源：Wind，华泰研究

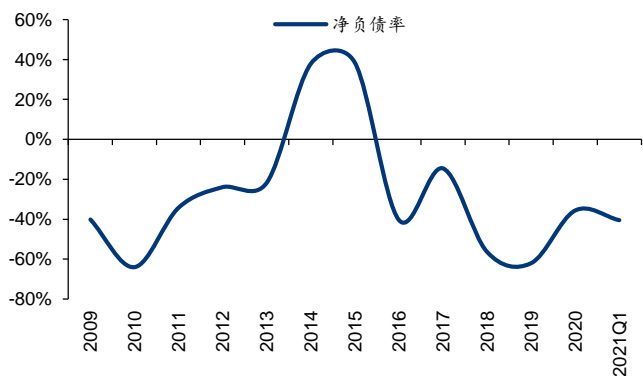
现金充裕，为转型铺路

现金+银行理财完全覆盖有息负债，为转型奠定良好基础

公司地产业务以存量项目开发为主，杠杆很低，完全符合“三道红线”要求。截至 2020 年末，公司净负债率、扣除预收账款的资产负债率、短债覆盖率均完全满足“三道红线”的监管要求，且大多数时间内货币资金均多于有息负债，从而出现负的净负债率。

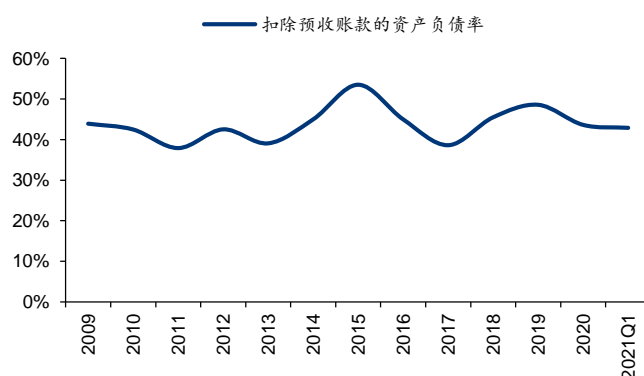
2020 年末公司现金+银行理财完全覆盖有息负债，叠加高价值的存货和自持物业，有望为公司转型带来充裕的现金支持。截至 2020 年末，公司现金+银行理财共计 50.5 亿元，而扣除预收账款的总负债为 45.0 亿元，其中有息负债仅为 20.1 亿元。根据我们测算，公司 32.0 亿元存货的潜在货值为 277 亿元、出售并结转后能够带来 42.0 亿元归母净利润，6.9 亿元投资性房地产和 8.0 亿元固定资产的重估价值为 61.3 亿元，2019 年带来 4.38 亿元经营性收入（2020 年受疫情影响降至 3.70 亿元），有望持续为公司带来现金流入。充裕的现金有望为公司转型带来充裕的现金支持。

图表10： 公司净负债率



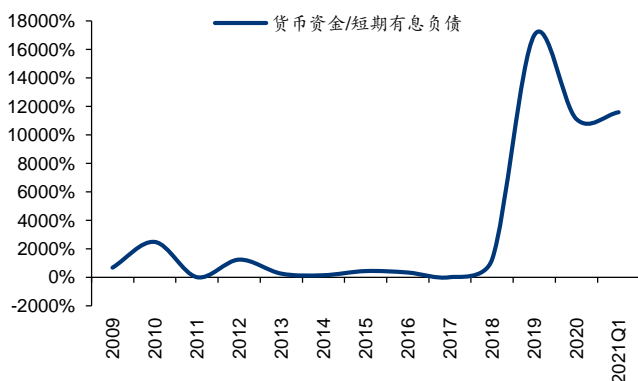
资料来源：公司公告，华泰研究

图表11： 公司扣除预收账款的资产负债率



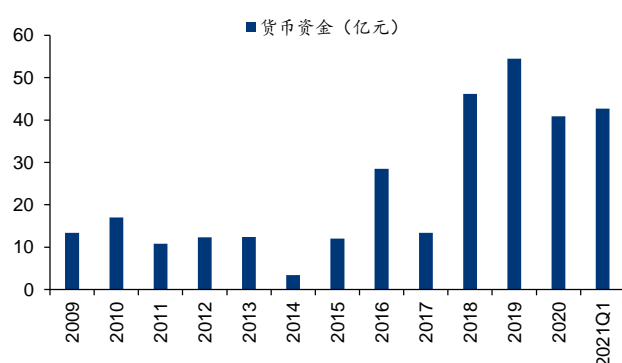
资料来源：公司公告，华泰研究

图表12： 公司短债覆盖率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表13： 公司货币资金



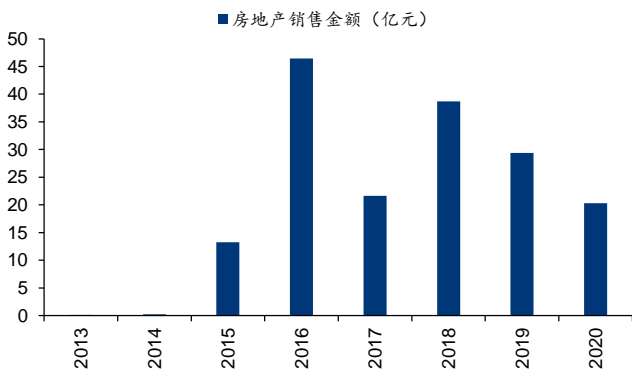
资料来源：公司公告，华泰研究

业绩随结转节奏波动，盈利能力远高于行业平均

自 2009 年起聚焦房地产业务以来，公司业绩波动较为明显，主要因为地产开发项目数量有限，公司业绩受个别项目销售、结转节奏的影响较大。随着深圳华联城市全景（住宅）、杭州钱塘公馆（公寓）、深圳华联城市商务中心（研发办公及公寓）等项目分别于 2015、2017、2019 年开始贡献销售，这些项目逐步结转推动公司业绩从 2016 年起进入新一轮释放周期。由于深圳华联城市全景可售库存逐步减少，公司在售项目中去化难度较大的研发办公及公寓类产品占比增加，导致销售规模于 2018 年后持续收缩，进而导致业绩持续下行。

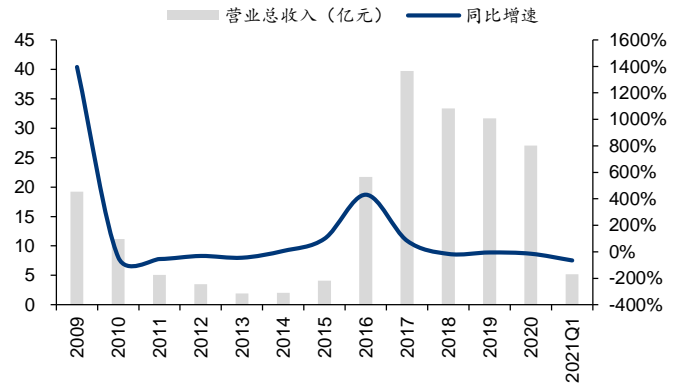
尽管公司归母净利率在 2017 年后持续下行，公司 2020 年盈利能力仍然显著高于行业平均水平。2020 年公司毛利率为 65.02%，归母净利率为 20.38%，而 A 股总体房企平均水平分别为 27.3%、7.5%，主要因为公司存量项目土地获取时间较早，城市更新项目用地是公司早期存续的工业用地，土地成本具有明显优势。公司归母净利率在 2017 年后逐步下行（2016 年投资收益较高导致归母净利率大幅提升），主要因为：1、杭州钱塘公馆、深圳华联城市商务中心权益比例分别为 74%、68.7%，它们的结转比例提升导致少数股东损益占比由 2017 年的 2% 提升至 2020 年的 29%；2、销售和管理费用收缩幅度小于营收收缩幅度，销售+管理费用率由 2017 年的 4.09% 上升至 2020 年的 5.58%；3、2020 年受结转结构影响毛利率有所降低。

图表 14：公司房地产销售金额



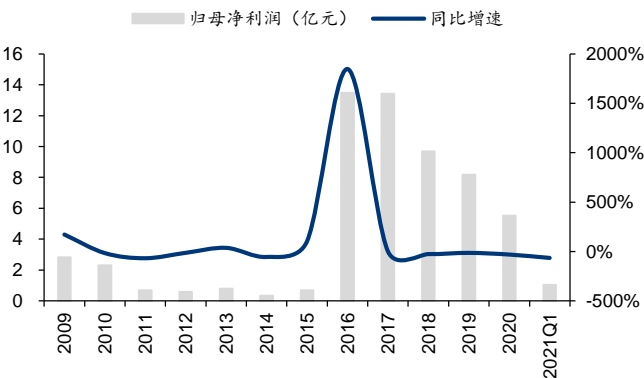
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 15：公司营收和同比增速



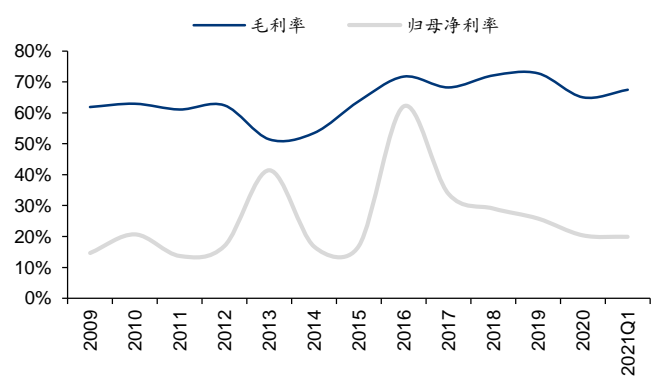
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 16：公司归母净利润和同比增速



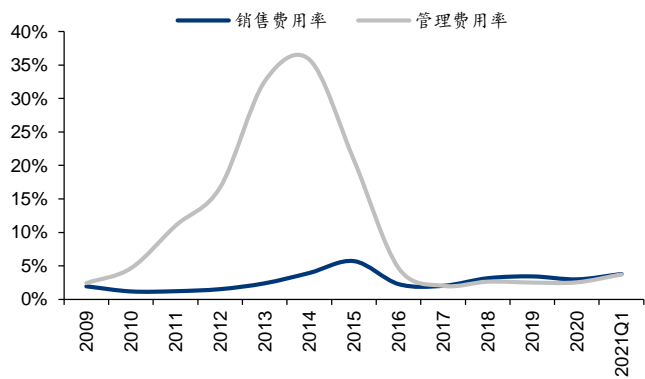
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 17：公司毛利率和归母净利率



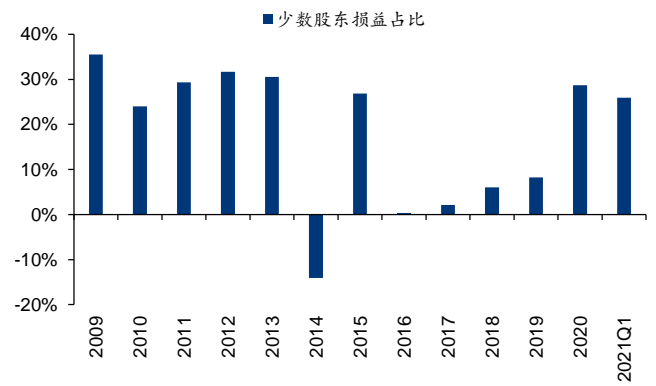
资料来源：公司公告，华泰研究

图表18: 公司销售和管理费用率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表19: 公司少数股东损益占比

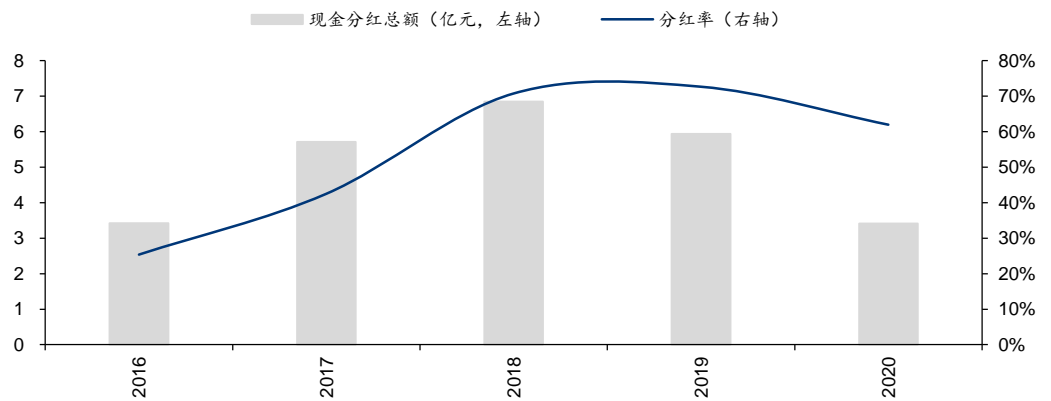


资料来源: 公司公告, 华泰研究

业绩释放期积极分红回馈市场, 股息率达 5.27%

2016 年以来进入新一轮业绩释放期后, 公司开启现金分红, 积极回馈市场。2020 年公司分红率为 62%, 现金分红金额达到 3.41 亿元, 以 2021 年 7 月 16 日收盘价计算, 股息率达到 5.27%。

图表20: 公司现金分红总额和分红率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

恒裕系介入控股股东股权重组，为公司发展带来更多可能

公司和控股股东均无实控人

上市公司和控股股东华联集团均无实控人。截至 2021Q1，公司控股股东华联发展集团（以下简称华联集团）持有公司 33.21% 股份，其余股东持股比例均未超过 1.35%。根据公司年报，华联集团成立于 1983 年 8 月，由国家纺织工业部及 18 个省、市纺织厅局等 21 家股东单位共同发起设立，没有任何一个股东能够单独对其实施控制。由于股东全部为国有股东且基本同属一个行业，虽然主管部门历经多次更迭，但行业主管部门或国资管理部门一直是集团的直接管理者。随着纺织服装产业的市场化发展，以及华联集团股东隶属的各省市管理体制的变化，2004 年起部分国有股东陆续出让集团股权予锦江集团、河南富鑫、长安信托（代浙江康瑞持有）等民营企业，股权分散的同时国资管理弱化，最终出现无实控人、无行政主管部门和单位的局面。

图表 21： 华联集团历史沿革

时间	事件
1983 年 8 月	华联集团由国家纺织工业部及 18 个省、市纺织厅局等 21 家股东单位共同发起设立
1993 年	国务院机构改革时国家纺织工业部被撤销，成立中国纺织总会，华联集团的隶属关系延续
1998 年	中国纺织总会撤销后，华联集团划归中央企业工委领导
2003 年	国务院国有资产监督管理委员会成立，华联集团成为其监管企业之一
2004 年起	华联集团部分发起人股东根据形势变化和各自情况陆续出让华联集团股权，锦江集团、河南富鑫、长安信托（代浙江康瑞持有）、四川蜀联等民营企业成为华联集团股东
2005 年 4 月	国务院国有资产监督管理委员会将华联集团 12.08% 的国有股权划转给华侨城集团，授权华侨城集团全面代行 12.08% 国有股权的出资人职责，华侨城集团成为华联集团第一大股东

资料来源：公司公告，华泰研究

恒裕系或将间接持有控股股东 53.69% 股权，为公司发展带来更多可能

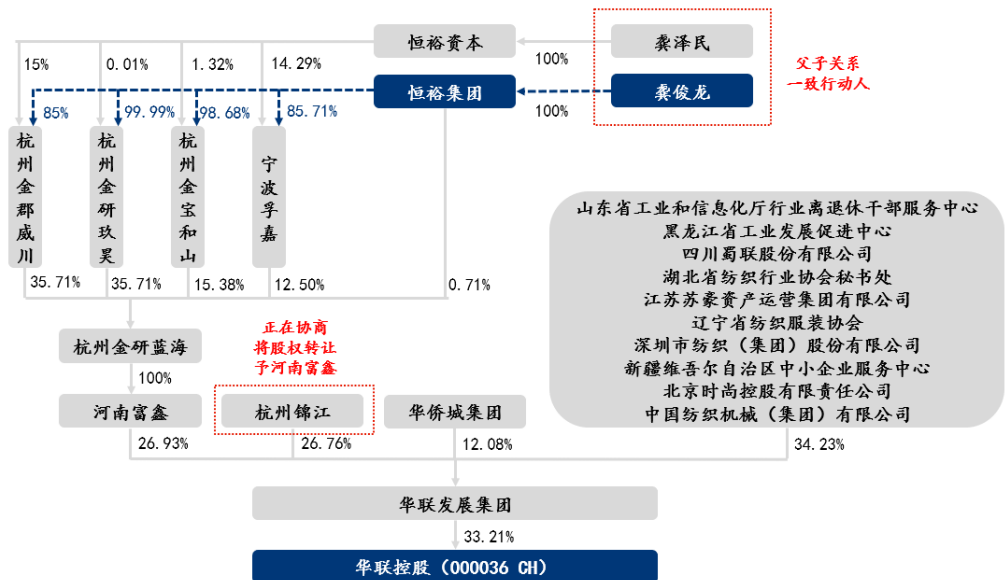
控股股东华联集团层面的股权转让纠纷随着杭州金研的撤诉基本告一段落，恒裕系或将自锦江集团、河南富鑫、长安信托收购华联集团 53.69% 股权。根据公司公告，截至 2021 年 5 月 17 日，恒裕集团、恒裕资本先后通过收购杭州金研、控制杭州金研收购河南富鑫、控制河南富鑫收购长安信托持有的华联集团股权，已累计持有华联集团 26.93% 股权。河南富鑫已与锦江集团签订协议，拟收购其持有的华联集团 26.76% 股权，尚需等待华联集团股东会审议并办理工商变更手续，此前杭州金研提起的股权转让纠纷诉讼在经过各方协商后已经被撤回。若锦江集团股权转让完成，恒裕集团、恒裕资本将间接持有华联集团 53.69% 股权，参考 2019 年 7 月的协议，股权转让总对价约为 55 亿元。龚俊龙为恒裕集团 100% 股权的实控人、龚泽民为恒裕资本 100% 股权的实控人，二者为父子关系，为一致行动人。

图表22: 2019年以来华联集团股权转让概况

时间	事件
2019年7月29日	华联集团股东锦江集团、河南富鑫、长安信托(代浙江康瑞持有)分别与杭州金研签订《股权转让协议》,拟将其持有的华联集团26.76%、16.71%、10.22%股权全部转让给杭州金研,对价分别为30、15.51、9.49亿元,合计55亿元
2020年7月22日	由于锦江集团、河南富鑫、长安信托(代浙江康瑞持有)未能履约,杭州金研向浙江省高级人民法院提起诉讼,诉请本案被告对杭州金研作出赔偿,并要求将本案被告持有的华联集团股权变更登记至杭州金研名下
2020年10月23日	深圳市恒裕实业和恒裕资本通过收购,已经间接持有杭州金研63.57%股权
2021年1月4日	深圳市恒裕实业和恒裕资本通过进一步收购,已经间接持有杭州金研100%股权; 杭州金研已经收购河南富鑫100%股权; 河南富鑫已分别与锦江集团和长安信托签署《股权转让协议》,拟收购二者持有的华联集团全部股权,其中锦江集团所持股权转让对价为30亿元; 杭州金研撤回对长安信托的诉讼请求
2021年4月9日	河南富鑫收购长安信托所持有的华联集团10.22%股权事宜已完成对应的法律程序并完成工商变更登记手续,河南富鑫持有华联集团的股份比例由16.71%上升至26.93%
2021年5月17日	经过各方协商,杭州金研撤回全部诉讼请求; 河南富鑫收购锦江集团持有的华联集团26.76%股权事宜尚未完成华联集团股东会审议程序及工商变更手续

资料来源:公司公告,华泰研究

图表23: 公司股权结构图(截至2021年5月17日)



资料来源:公司公告,华泰研究

恒裕集团在深圳拥有丰富的旧改资源,或将为公司未来发展带来更多可能。根据恒裕集团官网,恒裕集团创立于1987年,由创始人龚俊龙先生全资控股,历经三十余年发展成为以房地产开发为核心业务,涵盖商业运营、城市更新、物业管理、金融投资(经营主体为恒裕资本)等领域,资产超过1000亿的现代大型综合性企业集团。恒裕集团在深圳市拥有丰富的旧改资源,截至2016年末土地储备超500万平,官网显示拥有7个在建项目、30余个储备项目(除1个在建项目、3个储备项目位于惠州外,其余项目均位于深圳)。根据克而瑞的数据,恒裕集团2020年销售金额为77.9亿元,位列全国房企第191名。恒裕系或将为公司未来发展带来更多可能。

图表24: 恒裕集团产业布局

产业	概况
地产开发	在深圳和惠州拥有 7 个在建项目、30 余个储备项目，已开发的经典项目包括深圳南山区来福士广场、恒裕中心、大南山紫园、恒裕滨城，福田区香蜜湖九号大院，龙岗区恒裕嘉城等项目
商业运营	对恒裕集团旗下十余家企业所委托的四十多处固定资产进行专业的经营管理，管理项目涵盖高端写字楼、集中商业、大型工业区、现代化高端住宅及储备土地，建筑面积超百万平方米，市值超 320 亿元，具备逾二十多年的固定资产管理经验，已经成长为一家专业提供项目调研、定位、规划、招商及后期经营管理等服务的综合资产运营公司
城市更新	恒裕城市更新集团成立于 2017 年，在深圳及周边拥有 40 多个储备项目，累计占地面积近 500 万平方米，业务遍及深圳核心地段，更新范围涉及高端住宅、精品公寓、超甲级写字楼、超五星级酒店和商业综合体等众多领域，已经形成一套包括规划设计、商务谈判、拆迁回迁、开发建设、运营服务等方面成熟的运作模式
物业管理	恒裕物业管理有限公司成立于 1997 年，创新四位一体的 IPCC 星级服务理念，目前管理的楼盘有十余个，管理总面积超百余万平方米，遍及深圳罗湖、南山、宝安、龙岗等片区
恒裕资本	利用集团资金进行金融投资，进入并购重组、风险投资、外汇、指数、债券、期货及二级市场等多个投资渠道

资料来源：恒裕集团官网，华泰研究

图表25: 恒裕集团地产开发在建和储备项目

	在建项目	储备项目
深圳宝安区	世纪车城、恒裕宝安项目	蠔村项目、沙井项目、黄麻布项目、九围项目、共乐项目
深圳南山区	前海金融中心、恒裕金融中心	恒裕东滨路项目
深圳光明新区		光明项目
深圳龙华新区		牛湖项目、桔岭老村项目、新田项目一、新田项目二、龙华水斗新围项目
深圳福田区		保税区项目、华强北项目
深圳罗湖区	福田梅林项目	长城酒店项目
深圳龙岗区	恒裕珑城	嶂背项目、南联社区项目、龙岗上井村项目、坪西花园项目、龙岗桥背项目、坪地山塘尾项目、大浦项目、白石塘项目
深圳盐田区		老墟项目
深圳坪山新区		坪山金沙东联项目
深圳大鹏新区		玫瑰海岸项目、葵冲官湖项目
惠州	恒裕世纪广场	惠州陈江项目、惠州科融新城、惠州大亚湾项目

资料来源：恒裕集团官网，华泰研究

投资建议

在不考虑业务转型的情况下，我们对公司进行盈利预测：

地产销售方面，华联城市全景为住宅项目，仅剩少量尾盘竣工在售，我们预计 3 年匀速结转完毕；华联城市商务中心为研发办公及公寓项目，去化难度较大，公司计划 21 年 12 月交付结转，我们结合公司的销售目标（21 年 10 亿元），预计 21-23 年结转 1.5、1.25、1.25 万平（权益口径），21 年略高是由于部分已售未结转项目的交付；钱塘公馆为公寓项目，仍有部分存货竣工在售，结合公司的销售目标（21 年 3 亿元），我们预计 21-23 年结转 0.55、0.35、0.28 万平（权益口径），21 年略高是由于部分已售未结转项目的交付；华联南山 A 区项目不确定性较大，暂不在盈利预测中考虑。据此，结合我们测算的项目售价、地价等数据，我们预计 21-23 年地产销售营收分别为 19.61、15.77、15.15 亿元，毛利率分别为 70.19%、69.71%、69.31%。

房地产出租和酒店方面，两者都受到 20 年疫情影响，酒店受影响程度更大。考虑到未来 3 年公司大概率不会新增自持物业和酒店，我们预计房地产出租收入 21 年恢复至 19 年的水平，酒店收入 22 年恢复至 19 年的水平，此后保持通胀增速（20 年 CPI 同比增速 2.5%）。房地产出租毛利率保守假设与 20 年持平；酒店毛利率假设 22 年恢复至 19 年的水平，此后维持这一水平。

销售和管理费用方面，假设公司继续聚焦于存量项目的开发、去化和经营，我们预计公司销售和管理费用绝对规模将与 20 年保持平稳。此外，公司 20 年由于其他非流动金融资产按公允价值计量确认 6100 万元公允价值亏损，我们预计后续不会再有此项扰动。

综上，我们预计公司 21-23 年营收为 23.72、20.24、19.72 亿元，归母净利润为 5.14、4.35、4.24 亿元，EPS 为 0.35、0.29、0.29 元，主要因为除了规划尚未确定的华联南山 A 区项目以外，公司可售货值逐步减少，去化难度有所增大。

图表26： 公司盈利预测表（单位：亿元，特殊注明除外）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收	31.69	27.05	23.72	20.24	19.72
yoy	-4.98%	-14.63%	-12.32%	-14.67%	-2.58%
房产销售	27.31	23.35	19.61	15.77	15.15
yoy	-6.56%	-14.49%	-16.03%	-19.57%	-3.99%
房地产出租	2.64	2.47	2.64	2.71	2.77
yoy	8.13%	-6.50%	7.00%	2.50%	2.50%
酒店	1.50	1.03	1.27	1.56	1.60
yoy	0.17%	-30.86%	23.00%	23.00%	2.50%
其他业务	0.24	0.20	0.20	0.20	0.20
yoy	30.30%	-18.72%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	72.78%	65.02%	65.04%	63.73%	63.12%
房产销售	77.75%	69.18%	70.19%	69.71%	69.31%
房地产出租	37.47%	38.24%	38.24%	38.24%	38.24%
酒店	54.53%	45.95%	50.24%	54.53%	54.53%
其他业务	8.62%	7.11%	7.11%	7.11%	7.11%
归母净利润	8.18	5.51	5.14	4.35	4.24
yoy	-15.60%	-32.58%	-6.74%	-15.30%	-2.53%
EPS（元）	0.55	0.37	0.35	0.29	0.29

资料来源：Wind，华泰研究预测

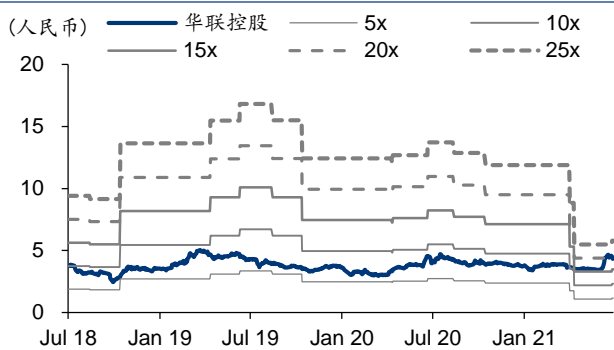
公司存量资产价值优渥，20 年末现金+银行理财完全覆盖有息负债，内在价值有保障。未来弹性则取决于公司转型节奏以及恒裕系的后续动作。我们选取同样在深圳拥有丰富旧改资源的龙光集团，以及地产转型标的苏宁环球、鲁商发展作为可比公司，2021 年平均 PE 为 13.17 倍(Wind 一致预期)。考虑到公司 NAV 达到 128 亿元以及恒裕系带来的积极影响，我们认为公司合理 2021PE 为 15.8 倍，合理价值为 81.22 亿元，目标价 5.47 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表27: 可比公司估值表

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (交易货币)	EPS (元)				P/E (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000718 CH	苏宁环球	220.31	7.26	0.34	0.40	0.48	0.59	21.2	17.1	14.2	11.9
600223 CH	鲁商发展	134.02	13.28	0.63	0.69	0.81	0.94	21.0	19.3	16.5	14.2
3380 HK	龙光集团	464.49	10.10	2.32	2.75	3.24	3.79	3.6	3.1	2.6	2.2
	平均							15.27	13.17	11.10	9.47
000036 CH	华联控股	64.70	4.36	0.37	0.35	0.29	0.29	11.7	12.6	14.9	15.2

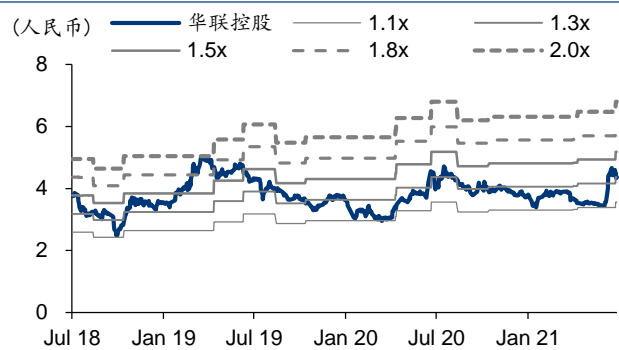
注：华联控股盈利预测数据来自我们预测，其余公司来自 Wind 一致预期，数据截至 2021 年 7 月 16 日
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表28: 华联控股 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表29: 华联控股 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

控股股东华融集团的控制权存在不确定性。其一，锦江集团持有的 26.76%股权转让尚需等待华联集团股东会审议并办理工商变更手续。其二，根据华联集团的公司章程，需要股东及其一致行动人合计持有华联集团三分之二以上股权，或合计持有 51%以上股权且有权推荐三分之二的董事人选才能构成控制。目前华联集团董事会成员为 7 人，恒裕系间接持有华联集团 53.69%股权后将拥有 3 个董事会席位，低于董事会成员的三分之二，尚不能实现控制，其对公司经营的影响存在不确定性。

存量项目去化风险。一方面，公司在售项目较少，且以研发办公、公寓产品为主，与住宅相比去化难度较大，存在销售不及预期从而导致业绩不及预期的风险；另一方面，公司可售货值逐步减少，若华联南山 A 区城市更新项目进展缓慢，或是无法及时补充新的项目，存在可售资源不足的风险。

转型风险。公司 2019 年明确提出转型诉求后尚未有具体动作，未来转型的时间点和方向，以及转型能否成功均存在不确定性。

旧改项目存在不确定性。公司正在申报的华联南山 A 区城市更新项目受深圳城市更新法规持续变化的影响，项目规划、土地成本、权益比例、开发节奏存在不确定性。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,762	8,330	8,857	8,972	9,070
现金	5,444	4,089	5,078	5,679	6,238
应收账款	27.33	17.11	16.78	16.96	15.91
其他应收账款	5.12	4.60	3.93	4.17	3.72
预付账款	36.99	18.47	30.44	27.39	28.95
存货	3,274	3,195	2,727	2,250	1,790
其他流动资产	973.81	1,006	1,000.00	994.13	993.25
非流动资产	2,380	2,515	2,308	2,093	2,045
长期投资	28.56	24.05	11.58	2.24	(8.67)
固定投资	816.41	795.67	670.09	558.38	529.28
无形资产	4.79	3.69	2.41	0.40	(1.55)
其他非流动资产	1,531	1,691	1,624	1,532	1,526
资产总计	12,142	10,844	11,165	11,064	11,114
流动负债	4,548	3,006	3,178	3,062	3,102
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	166.99	405.24	384.39	388.41	377.09
其他流动负债	4,381	2,601	2,794	2,673	2,725
非流动负债	1,948	2,013	1,779	1,504	1,189
长期借款	1,907	1,973	1,738	1,464	1,149
其他非流动负债	40.46	40.04	40.04	40.04	40.04
负债合计	6,496	5,019	4,957	4,566	4,292
少数股东权益	698.32	920.07	1,130	1,304	1,473
股本	1,484	1,484	1,484	1,484	1,484
资本公积	231.94	231.94	231.94	231.94	231.94
留存公积	3,232	3,190	3,465	3,697	3,923
归属母公司股东权益	4,948	4,905	5,078	5,195	5,350
负债和股东权益	12,142	10,844	11,165	11,064	11,114

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	1,498	(539.01)	1,048	1,003	1,006
净利润	891.03	772.93	723.97	608.89	593.49
折旧摊销	63.07	59.55	43.09	43.09	40.06
财务费用	5.48	(9.99)	(36.38)	(56.86)	(75.27)
投资损失	(15.30)	(39.43)	(27.36)	(33.40)	(30.38)
营运资金变动	725.52	(1,287)	236.81	329.22	461.23
其他经营现金	(171.62)	(35.13)	107.67	112.42	16.91
投资活动现金	(269.14)	(169.86)	83.09	93.40	21.55
资本支出	6.00	2.80	(40.91)	(48.22)	20.11
长期投资	(295.00)	(211.00)	12.48	9.34	10.91
其他投资现金	31.86	43.93	29.71	35.84	30.75
筹资活动现金	(400.14)	(657.26)	(141.72)	(496.06)	(468.94)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	732.40	65.92	(234.62)	(274.62)	(314.62)
普通股增加	342.45	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.04)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,475)	(723.17)	92.90	(221.44)	(154.32)
现金净增加额	828.91	(1,366)	989.17	600.70	558.65

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,169	2,705	2,372	2,024	1,972
营业成本	862.62	946.17	829.11	734.17	727.23
营业税金及附加	916.98	609.35	534.29	455.93	444.17
营业费用	109.41	81.44	81.44	81.44	81.44
管理费用	80.38	69.55	69.55	69.55	69.55
财务费用	5.48	(9.99)	(36.38)	(56.86)	(75.27)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(60.54)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.30	39.43	27.36	33.40	30.38
营业利润	1,211	992.41	923.47	776.05	758.37
营业外收入	10.49	4.53	7.77	7.60	6.63
营业外支出	0.25	6.63	3.65	3.51	4.60
利润总额	1,221	990.31	927.58	780.14	760.40
所得税	329.87	217.38	203.61	171.25	166.91
净利润	891.03	772.93	723.97	608.89	593.49
少数股东损益	73.46	221.75	209.95	173.53	169.14
归属母公司净利润	817.57	551.17	514.02	435.36	424.34
EBITDA	1,326	1,116	964.29	796.37	755.20
EPS (人民币, 基本)	0.55	0.37	0.35	0.29	0.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	(4.98)	(14.63)	(12.32)	(14.67)	(2.58)
营业利润	(14.83)	(18.03)	(6.95)	(15.96)	(2.28)
归属母公司净利润	(15.60)	(32.58)	(6.74)	(15.30)	(2.53)
获利能力 (%)					
毛利率	72.78	65.02	65.04	63.73	63.12
净利率	28.12	28.57	30.52	30.08	30.10
ROE	15.78	13.27	11.66	9.37	8.70
ROIC	(2,108)	69.23	130.63	(370.92)	(67.56)
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.50	46.28	44.40	41.26	38.61
净负债比率 (%)	(61.36)	(35.01)	(46.15)	(56.94)	(66.45)
流动比率	2.15	2.77	2.79	2.93	2.92
速动比率	1.38	1.69	1.91	2.18	2.33
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.24	0.22	0.18	0.18
应收账款周转率	115.69	121.75	140.00	120.00	120.00
应付账款周转率	3.39	3.31	2.10	1.90	1.90
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.37	0.35	0.29	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	(0.36)	0.71	0.68	0.68
每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.31	3.42	3.50	3.61
估值比率					
PE (倍)	7.91	11.74	12.59	14.86	15.25
PB (倍)	1.31	1.32	1.27	1.25	1.21
EV EBITDA (倍)	2.18	3.93	3.91	3.91	3.24

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人,陈慎、刘璐、韩笑、林正衡,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,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。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、韩笑、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司