

投资评级 优于大市 维持

利润高质增值，主营投资并举

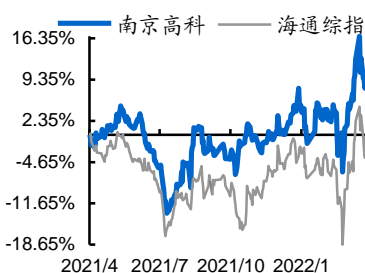
股票数据

04月20日收盘价(元)	11.06
52周股价波动(元)	7.91-10.90
总股本/流通A股(百万股)	1236/1236
总市值/流通市值(亿元)	137/137

相关研究

《房产结转推升营收，股权投资发展良好》
2021.08.20

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.0	7.6	6.8
相对涨幅(%)	14.0	18.8	20.3

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **经营业绩提升，利润分配创新高。**
- 2021年公司实现营业收入49.2亿元，同比增长69.4%；归母净利润23.5亿元，同比增长16.7%；归母核心净利润为19.8亿元，同比增长35.3%。公司2021年毛利为11.2亿元，同比降低3.3%，毛利率为22.8%，较2020年年底降低17.1个百分点，这主要是由于房地产业务结转的低毛利率的经济适用房项目占比增加致使成本增幅较大。公司2021年三项费用占比11.6%，较2020年年底下降4.5个百分点。公司2021年度利润分配预案为向全体股东按每10股派发现金红利6元（含税）并送红股4股。
- **业务深度联动，产业转型升级。**2021年，公司房地产开发销售业务实现营业收入39.0亿元，同比增长79.9%，房地产业务实现合同销售金额14.7亿元，同比增长116.9%，市政业务实现营业收入9.1亿元，同比增长38.1%。公司2021年全年新签代建项目13.6亿元，中标麒麟G3G4地块经适房施工总承包、南京粮食应急保供中心项目工程总承包等项目合同金额超25亿元，进一步促进房地产市政业务协同发展。
- **深度聚焦科技创新，投资管理价值提升。**2021年公司投资的百普赛斯、华兰股份、金埔园林、诺唯赞、仁度生物成功发行上市，实现投资收益23.7亿元，同比增长61.9%。围绕医疗健康、信息科技等硬核科技，公司于2021年新增投资麦普奇等10个项目，对安天科技等6个项目实施了追加投资。2021年公司出资10亿元认购南京银行可转债，并择机出资8.7亿元增持了南京银行股份有限公司，加强战略投资夯实投资收益。2021年公司适时处置所持有的厦门钨业、艾力斯等金融资产，及时兑现投资收益；成功退出高科皓熙定增基金，累计实现投资收益3.7亿元，报告期内收益2.3亿元。
- **融资成本持续下降，负债水平保持低位。**公司2021年公司整体平均融资成本为3.5%，保持了较强的抗风险能力和业务扩张能力，主要原因公司以较低利率成功发行八期超短期融资券进一步降低融资成本。2021年公司资产负债率继续保持低位为51.6%，截至2021年年底公司有息负债总额为49.9亿元，占总资产的比例为15.1%。
- **合理价值区间为11.46-14.33元，“优于大市”评级。**我们预计公司2022、2023年EPS分别是1.91元和2.19元。给予公司2022年6-7.5倍动态PE，对应的合理价值区间为11.46-14.33元，维持公司“优于大市”评级。**风险提示：**公司面临加息和政策调控风险，以及转型不成功的风险。

分析师：涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师：谢盐

Tel:(021)23219436

Email:xiey@htsec.com

证书:S0850511010019

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2924	4935	5733	6708	7924
(+/-)YoY(%)	-0.2%	68.8%	16.2%	17.0%	18.1%
净利润(百万元)	2016	2352	2357	2711	3183
(+/-)YoY(%)	9.4%	16.7%	0.2%	15.0%	17.4%
全面摊薄EPS(元)	1.63	1.90	1.91	2.19	2.57
毛利率(%)	40.3%	23.0%	26.8%	26.8%	25.9%
净资产收益率(%)	15.2%	15.6%	14.1%	14.6%	15.3%

资料来源：公司年报（2020-2021），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。2020-2024年EPS按照公司最新总股本12.36亿股计算。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 相关上市公司估值情况 (截止收盘日 2022.4.20)

公司名称	公司类型	EPS 预测 (元每股)		PE (倍)	
		2022E	2023E	2022E	2023E
陆家嘴	园区类	1.10	1.21	9.75	8.86
华发股份	开发类	1.63	1.76	4.39	4.07
平均				7.07	6.46

注: 表中各上市公司 EPS 预测来自 Wind 一致预期。电子城没有 Wind 一致预期, 因此删除。
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	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	4935	5733	6708	7924
每股收益	1.90	1.91	2.19	2.57	营业成本	3798	4196	4912	5869
每股净资产	12.19	13.53	15.06	16.87	毛利率%	23.0%	26.8%	26.8%	25.9%
每股经营现金流	0.41	1.10	1.07	0.80	营业税金及附加	298	332	402	475
每股股利	0.30	0.57	0.66	0.77	营业税金率%	6.0%	5.8%	6.0%	6.0%
价值评估 (倍)					营业费用	79	86	111	131
P/E	5.81	5.80	5.04	4.30	营业费用率%	1.6%	1.5%	1.7%	1.7%
P/B	0.91	0.82	0.73	0.66	管理费用	291	332	402	475
P/S	2.77	2.38	2.04	1.73	管理费用率%	5.9%	5.8%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	25.92	18.33	12.91	9.04	EBIT	449	763	847	934
股息率%	2.7%	5.2%	6.0%	7.0%	财务费用	203	102	98	84
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.1%	1.8%	1.5%	1.1%
毛利率	23.0%	26.8%	26.8%	25.9%	资产减值损失	-73	50	55	61
净利润率	47.7%	41.1%	40.4%	40.2%	投资收益	2367	1891	2225	2665
净资产收益率	15.6%	14.1%	14.6%	15.3%	营业利润	2679	2620	3040	3588
资产回报率	7.1%	6.8%	7.2%	7.8%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	2.0%	3.3%	3.3%	3.3%	利润总额	2679	2620	3040	3588
盈利增长 (%)					EBITDA	552	722	824	894
营业收入增长率	68.8%	16.2%	17.0%	18.1%	所得税	277	223	274	341
EBIT 增长率	2.2%	69.9%	11.1%	10.2%	有效所得税率%	10.3%	8.5%	9.0%	9.5%
净利润增长率	16.7%	0.2%	15.0%	17.4%	少数股东损益	50	41	55	65
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2352	2357	2711	3183
资产负债率	51.6%	49.3%	47.6%	46.2%					
流动比率	1.09	1.22	1.34	1.45	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.32	0.48	0.62	0.74	货币资金	892	3200	5661	8123
现金比率	0.06	0.21	0.36	0.49	应收账款及应收票据	281	294	310	330
经营效率指标					存货	11252	10565	10513	11055
应收帐款周转天数	20.67	18.60	16.74	15.07	其它流动资产	4191	4253	4348	4466
存货周转天数	1081	919.12	781.25	687.50	流动资产合计	16616	18313	20832	23973
总资产周转率	0.15	0.16	0.18	0.19	长期股权投资	13693	13693	13693	13693
固定资产周转率	24.37	17.90	15.76	14.33	固定资产	202	320	426	553
					在建工程	0	1	2	3
					无形资产	44	42	40	38
					非流动资产合计	16413	16530	16635	16761
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	33029	34843	37466	40734
净利润	2352	2357	2711	3183	短期借款	3344	2936	2700	2600
少数股东损益	50	41	55	65	应付票据及应付账款	3030	3014	3176	3342
非现金支出	7	-91	-78	-100	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1990	-1787	-2116	-2558	其它流动负债	8830	9077	9721	10631
营运资金变动	81	842	748	395	流动负债合计	15204	15027	15597	16572
经营活动现金流	501	1362	1321	984	长期借款	140	440	540	540
资产	-8	-16	-17	-16	其它长期负债	1709	1709	1709	1709
投资	-934	0	0	0	非流动负债合计	1849	2149	2249	2249
其他	1053	1886	2220	2660	负债总计	17053	17176	17846	18821
投资活动现金流	111	1869	2203	2644	实收资本	1236	1236	1236	1236
债权募资	8590	-108	-136	-100	归属于母公司所有者权益	15071	16720	18618	20846
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	906	947	1002	1067
其他	-9691	-815	-927	-1067	负债和所有者权益合计	33029	34843	37466	40734
融资活动现金流	-1101	-924	-1063	-1167					
现金净流量	-488	2308	2461	2462					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
谢益 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： 光大嘉宝,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,金科股份,建发股份,卓越商企服务,雅生活服务,融创服务,保利发展,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,锦和商业,华发股份,金地集团,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,特发服务,东方雨虹,张江高科,佳兆业美好

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。