

经营现金流显著改善，收并购积极发力——2021 年年报点评

锦和商业 (603682)

事件

公司发布年报，2021 年实现营业收入 9.1 亿元，同比增长 22.9%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比减少 20.5%；EPS 为 0.26 元。

简评

剔除新租赁准则影响后的业绩实现稳步增长，经营性现金流显著改善。受益疫情后出租率回升以及全年完成 5 笔收购增厚收入，2021 年公司实现营收增速为 22.9%，较 2020 年回升 33 个百分点。归母净利润增速大幅低于收入增速的主要原因在于受到执行新租赁准则的不利影响，公司租赁负债形成的利息费用达 1.55 亿元，而 2020 年为 0。若剔除租赁准则影响，公司 2021 年实现归母净利润 1.78 亿元，同比稳步增长 13.7%。我们认为 2022 年公司业绩增速受新租赁准则的影响将会消退。此外，反映公司真实经营情况的经营性现金流改善明显，2021 年经营活动产生净现金流同比大幅增长 104%。

运营规模实现较快增长，持续深耕核心城市。截至 2021 年底，公司总运营项目数 70 个，较 2020 年增加 6 个，布局优异，其中上海 60 个、北京 7 个、杭州 2 个、南京 1 个；总运营面积约 112 万方，同比增长 27.3%。其中，承租运营面积为 72 万平，较年初增 15 万平；参股运营面积为 12 万平，较年初增 4 万平，受托运营面积为 28 万平，较年初增 5 万平，承租运营项目增长最快。公司未来将加大轻资产模式、合资运营模式的比重，以及物管业务拓展，以减少新租赁准则对利润产生的不利影响。

外拓、收并购、产业投资基金三轮驱动，拓展模式逐步成型。公司通过外拓签约、收并购实现运营规模的较快增长：1、以 10.75 亿元的合同金额承租上海徐汇区衡山路、淮海中路两处核心地段合计约 3.7 万方物业，地理位置稀缺，有助于公司在上海再度打造标杆项目，持续提升品牌影响力；2、公司在年内实现 5 笔收购，分别为上海腾锦 60% 股权、上海翌钲 100% 股权和上海豪翌 100% 股权、同昌盛业 60% 股权、同昌盛业城市更新 31.3% 股权、上海劲锦 100% 股权，合计斥资约 3.89 亿元。公司通过收并购获取优质项目的运营权，实现对上海、北京一线城市的深耕。此外，公司还参与发起设立产业投资基金，总规模 10 亿元，公司占比 89%，为寻找和储备优质项目资源打开新的拓展模式。

维持买入评级和目标价不变。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.37/1.69/2.03 亿元，三年 CAGR 为 17.9%，对应 EPS 分别为 0.29/0.36/0.43 元（原预测 2022-2023 年为 0.40/0.49 元）。看好公司多元渠道拓展项目的表现，维持买入评级和目标价 12.90 元不变。

风险提示：受疫情反复不利影响；新增项目拓展可能低于预期。

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

18616396058

SAC 执证编号：S1440520070004

发布日期：2022 年 04 月 18 日

当前股价：6.54 元

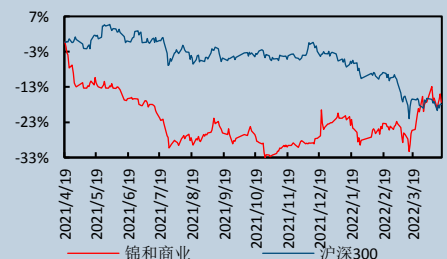
目标价格 6 个月：12.90 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.99/16.21	6.51/17.9	-17.6/-1.95
12 月最高/最低价 (元)		8.23/5.26
总股本 (万股)		47,250.0
流通 A 股 (万股)		17,955.0
总市值 (亿元)		30.9
流通市值 (亿元)		11.74
近 3 月日均成交量 (万股)		635.71
主要股东		
上海锦和投资集团有限公司		58.0%

股价表现



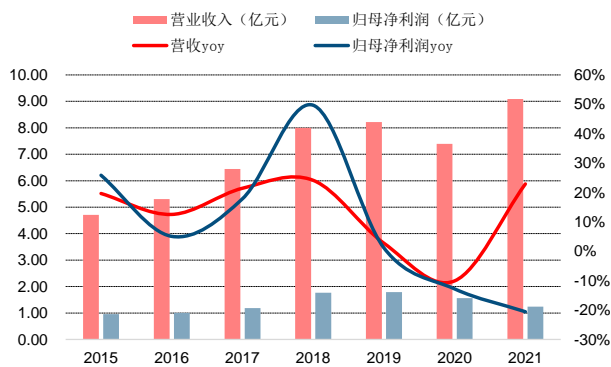
相关研究报告

【中信建投房地产】锦和商业(603682):
21.08.29 经营状况向好，拓展模式打开——2021
年申报点评

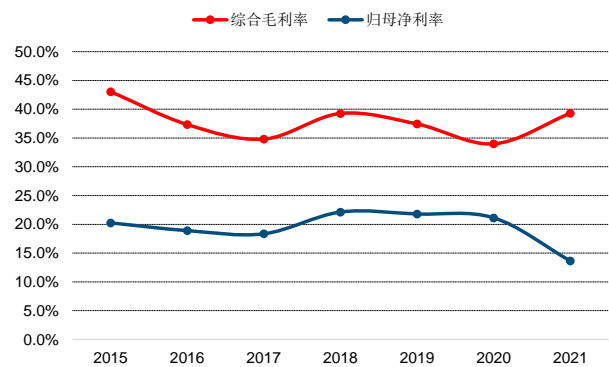
重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	739	909	1,055	1,281	1,545
增长率(%)	-10.1	22.9	16.1	21.3	20.6
净利润(百万元)	156	124	137	169	203
增长率(%)	-12.8	-20.5	10.5	23.6	20.0
ROE(%)	10.1	9.5	9.9	11.1	12.0
EPS(元/股, 摊薄)	0.33	0.26	0.29	0.36	0.43
P/E(倍)	19.8	24.9	22.5	18.2	15.2
P/B(倍)	2.0	2.7	2.4	2.2	2.0

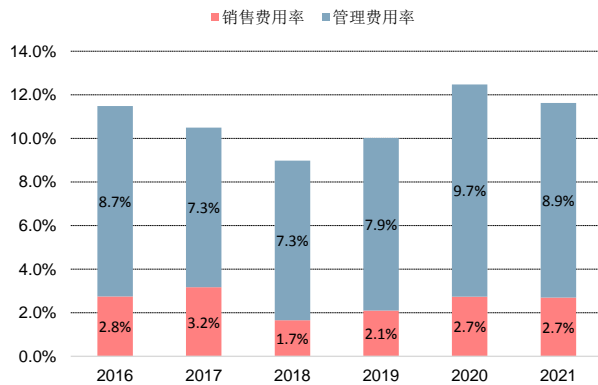
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表1: 营业收入较快增长, 归母净利润下滑


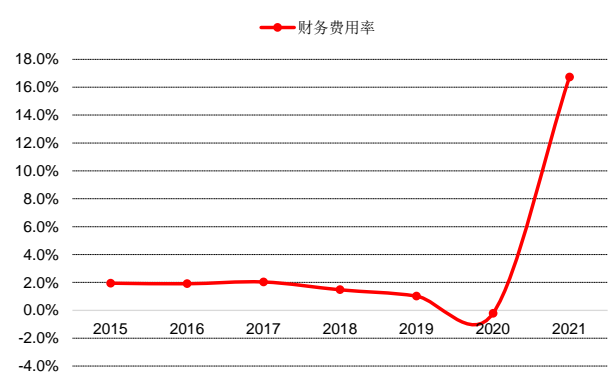
资料来源: wind, 中信建投

图表2: 毛利率显著提升, 归母净利率下滑


资料来源: wind, 中信建投

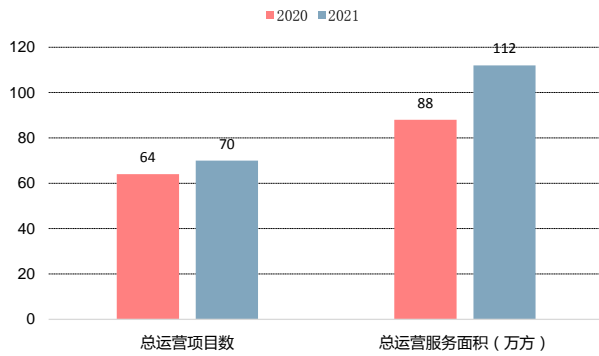
图表3: 销管费用率改善


资料来源: wind, 中信建投

图表4: 财务费用率因新租赁准则大幅上升


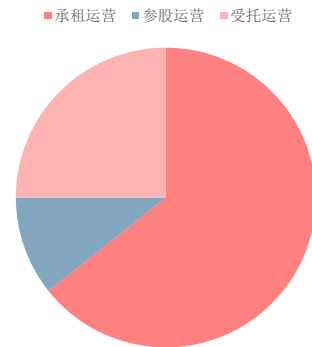
资料来源: wind, 中信建投

图表5：运营服务面积较快增长



资料来源: wind, 中信建投

图表6：承租运营模式仍占主导



资料来源: wind, 中信建投

分析师介绍

竺劲：房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

尹欢科：房地产行业分析师，主要研究领域为房地产开发、物业管理、商业地产及地产转型领域。浙江大学金融学学士，复旦大学金融学硕士。2020 年 2018/2020 年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2020 年金牛奖最佳行业分析团队（房地产），2020 年新财富最佳分析师（房地产）入围团队成员，2018-2020 年连续三年 Wind 金牌分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk