

投资评级 中性 调低

结算影响公司营收，创投渐入佳境

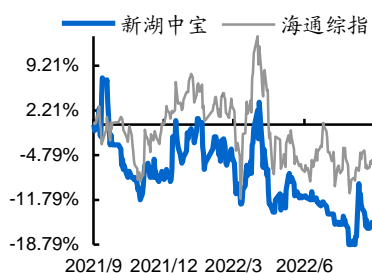
股票数据

09月02日收盘价(元)	2.65
52周股价波动(元)	2.52-3.44
总股本/流通A股(百万股)	8599/8598
总市值/流通市值(百万元)	22788/22785

相关研究

《负债水平处于低位，科技投资持续发力》
2021.09.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.9	-3.6	-4.7
相对涨幅(%)	6.0	6.3	-3.1

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:谢盐

Tel:(021)23219436

Email:xiey@htsec.com

证书:S0850511010019

投资要点:

- **事件。**公司公布2022年半年报。报告期内，公司实现营业收入50.64亿元，同比下滑31.95%；归母净利润为11.02亿元，同比下降45.59%。
- **2022年上半年，受本期交付项目较少的影响，公司营收收入下滑31.95%；去年同期非经常性收益达6.02亿元，由于此基数原因，2022年上半年公司归母净利润减少45.59%。**
- 根据公司2022年半年报披露：2022年上半年，公司实现合同销售面积21.02万平，同比下降69.90%；合同销售收入49.35亿元，同比下降69.32%，已售未结货值约450.84亿元，处历史高位。公司土地储备丰裕，新增拿地较为谨慎，期内新增土地储备5.31万平，新增建筑面积16.63万平。新开工面积34.20万平，同比下降23.75%；新竣工面积18.96万平，同比下降63.23%；结算面积24.09万平和结算收入35.33亿元；结算均价近1.47万元/平，结算毛利率51.35%。
- 期内，公司继续保持杠杆克制。公司账面资产负债率67.57%，较期初下降1.67个百分点；预收类款项312.26亿元，扣除预收类款项后的资产负债率为57.15%，较期初下降3.71个百分点。期末，公司货币资金余额84.66亿元；有息负债合计377.60亿元，占总资产的29.41%，较期初减少50.49亿元。有息负债中，短期借款和一年内到期的有息负债合计99.21亿元，占比26.28%。
- 公司经历近几年的高科技布局，已陆续完成从投入期到成熟期的过渡。目前已有3家登陆科创板，1家登陆创业板，1家通过发审会，未来3年左右将有约10家被投资企业进入IPO，持续推动公司价值提升及利润贡献。公司投资的宁波鼎晖祁赫投资合伙企业(有限合伙)已投资十余家高科技企业，其中龙芯中科技术股份有限公司、北京华如科技股份有限公司期内分别于科创板、创业板上市。
- **投资建议：土储充足，科技投资和地产开发双轮驱动，“中性”评级。**公司主营业务为地产和投资。地产：公司在环上海圈拥有丰富优质的土地储备，上海内环开发面积约175万平，增值潜力巨大。投资：公司对高科技企业的投资累计超过100亿元，已形成较为完善的规模和体系。我们预计公司2022年、2023年EPS分别是0.30和0.33元。我们给予公司2022年7-9倍的动态PE，对应的合理价值区间为2.1元-2.7元，调低至“中性”评级。

- **风险提示：**公司销售业务面临政策调控的风险，以及股权投资风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13792	16891	16972	17346	18185
(+/-)YoY(%)	-6.9%	22.5%	0.5%	2.2%	4.8%
净利润(百万元)	3165	2237	2540	2795	3074
(+/-)YoY(%)	47.0%	-29.3%	13.6%	10.0%	10.0%
全面摊薄EPS(元)	0.37	0.26	0.30	0.33	0.36
毛利率(%)	29.6%	22.2%	30.4%	29.7%	29.2%
净资产收益率(%)	8.4%	5.6%	6.1%	6.4%	6.7%

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

表 1 上市地产公司的估值（收盘价日期为 2022.9.2）

代码	上市公司	2022 年 EPS 预测（元/股）	2022 年动态 PE（倍）
600663.SH	陆家嘴	1.00	9.98
000090.SZ	天健集团	1.21	4.52
均值			7.25

注：2022 年 EPS 预测值来自 Wind 一致预期。由于电子城没有 Wind 一致预期，因此替换成陆家嘴。
资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：公司销售业务面临政策调控的风险，以及股权投资风险。

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	16891	16972	17346	18185
每股收益	0.26	0.30	0.33	0.36	营业成本	13141	11815	12196	12873
每股净资产	4.66	4.86	5.09	5.34	毛利率%	22.2%	30.4%	29.7%	29.2%
每股经营现金流	1.69	-0.44	0.16	0.06	营业税金及附加	953	1697	1214	1091
每股股利	0.30	0.09	0.10	0.11	营业税金率%	5.6%	10.0%	7.0%	6.0%
价值评估 (倍)					营业费用	418	475	451	455
P/E	10.19	8.97	8.15	7.41	营业费用率%	2.5%	2.8%	2.6%	2.5%
P/B	0.57	0.54	0.52	0.50	管理费用	541	577	555	546
P/S	1.35	1.34	1.31	1.25	管理费用率%	3.2%	3.4%	3.2%	3.0%
EV/EBITDA	24.24	21.73	18.64	17.92	EBIT	1838	2408	2930	3221
股息率%	11.3%	3.3%	3.7%	4.0%	财务费用	2281	2245	2658	2738
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	13.5%	13.2%	15.3%	15.1%
毛利率	22.2%	30.4%	29.7%	29.2%	资产减值损失	-235	0	0	0
净利润率	13.2%	15.0%	16.1%	16.9%	投资收益	3574	3394	3469	3637
净资产收益率	5.6%	6.1%	6.4%	6.7%	营业利润	2889	3570	3750	4125
资产回报率	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	营业外收支	-38	-42	-46	-51
投资回报率	1.8%	2.0%	2.3%	2.4%	利润总额	2851	3528	3704	4074
盈利增长 (%)					EBITDA	2011	2422	2939	3232
营业收入增长率	22.5%	0.5%	2.2%	4.8%	所得税	567	882	852	937
EBIT 增长率	31.6%	31.0%	21.7%	9.9%	有效所得税率%	19.9%	25.0%	23.0%	23.0%
净利润增长率	-29.3%	13.6%	10.0%	10.0%	少数股东损益	47	106	57	63
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2237	2540	2795	3074
资产负债率	69.2%	68.6%	68.4%	67.5%					
流动比率	1.23	1.31	1.36	1.41	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.46	0.49	0.55	0.56	货币资金	16534	18000	21000	20000
现金比率	0.26	0.31	0.36	0.36	应收账款及应收票据	69	62	57	54
经营效率指标					存货	48466	47932	47004	47133
应收帐款周转天数	1.48	1.33	1.20	1.08	其它流动资产	12003	10922	11062	11376
存货周转天数	1346	1481	1407	1336	流动资产合计	77071	76916	79123	78563
总资产周转率	0.13	0.13	0.12	0.13	长期股权投资	39894	43194	46594	50094
固定资产周转率	38.01	37.16	36.53	37.04	固定资产	444	457	475	491
					在建工程	5	6	7	8
					无形资产	1208	1206	1204	1202
					非流动资产合计	55426	58737	62154	65670
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	132497	135654	141278	144232
净利润	2237	2540	2795	3074	短期借款	4607	7364	8515	7642
少数股东损益	47	106	57	63	应付票据及应付账款	4179	3434	3245	3083
非现金支出	465	15	9	11	预收账款	8	8	9	9
非经营收益	-1552	-1093	-740	-822	其它流动负债	53933	47694	46342	45117
营运资金变动	13364	-5363	-748	-1826	流动负债合计	62728	58500	58111	55850
经营活动现金流	14560	-3795	1372	500	长期借款	17244	20744	22744	23744
资产	-57	4	1	0	其它长期负债	11763	13763	15763	17763
投资	2679	-3300	-3400	-3500	非流动负债合计	29007	34507	38507	41507
其他	2225	3389	3464	3632	负债总计	91735	93007	96618	97357
投资活动现金流	4847	93	65	132	实收资本	8599	8599	8599	8599
债权募资	15952	6256	3152	2126	归属于母公司所有者权益	40042	41820	43777	45929
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	720	826	883	946
其他	-33479	-1088	-1589	-3758	负债和所有者权益合计	132497	135654	141278	144232
融资活动现金流	-17527	5168	1563	-1632					
现金净流量	1850	1466	3000	-1000					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 02 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,华侨城 A,中国国贸,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,天健集团,金科股份,建发股份,卓越商企服务,融创服务,保利发展,旭辉控股集团,锦和商管,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,东方雨虹,美的置业,远洋服务,越秀服务,陆家嘴,万科 A,绿城中国,中国金茂,新城控股

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。