

投资评级 **中性** 维持

结转毛利率低拖累归母净利润, 探索产城模式

股票数据

03月26日收盘价(元)	3.36
52周股价波动(元)	3.15-5.00
总股本/流通A股(百万股)	6096/2240
总市值/流通市值(百万元)	20483/7528

相关研究

《营收受疫情短期影响, 销售去化提速》
 2020.09.08

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.2	1.2	-4.0
相对涨幅(%)	4.4	9.8	-3.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@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2020年年报。报告期内, 公司实现营业收入115.52亿元, 同比减少13.02%; 公司实现归母净利润13.78亿元, 同比减少41.11%。公司拟以未分配利润向全体股东每10股派发现金红利人民币1.38元(含税)。
- **报告期内, 受具备结转营业收入条件的项目较2019年同期减少影响, 公司实现营业收入115.52亿元, 同比减少13.02%; 受报告期内低毛利项目占比高于2019年同期影响, 公司实现归母净利润13.78亿元, 同比降幅扩大至41.11%。**
- 2020年, 中星集团实现利润13.94亿元, 超额完成“三年利润承诺”。同时, 2019年公司派发现金红利8.41亿元, 占归属上市公司股东净利润的35.95%。报告期内, 公司努力拓展土地资源, 实施高周转项目开发模式, 获得土地5个月后开工, 开工后8个月达预售条件并开盘, 开盘日去化推盘量的60%以上, 三个月去化率达90%, 三个月资金回笼60%。
- 2020年, 公司销售项目共计签约83.57亿元, 资金回笼80.51亿元。报告期内, 公司实现销售金额835678.9万元, 销售面积156111.65平方米, 实现结转收入金额1041216.91万元, 结转面积350028.92平方米(不含车位), 报告期末待结转面积407105.75平方米。
- 截止报告期末, 公司融资余额为144.89亿元, 其中银行贷款53.43亿元, 公司债81.51亿元、中期票据9.95亿元, 加权平均融资成本年化利率4.62%。
- 根据公司2021年3月25日《关于与上海地产闵行(集团)有限公司共同投资设立公司暨关联交易公告》披露: 公司拟与上海地产闵行(集团)有限公司发生关联交易, 共同出资设立新公司, 注册资本人民币12亿元。其中, 公司持股比例为50.2%, 认缴出资额人民币6.024亿元; 闵行公司持股比例为49.8%, 认缴出资额人民币5.976亿元。我们认为, 公司将借此拓展闵行区域资源, 探索产城融合的开发模式转型。
- **投资建议:** 上海有重要影响力的城市更新综合开发运营企业, “中性”评级。公司是上海地产集团旗下市场化房地产开发的主要平台。公司以中高端商品住宅开发为核心, 同步发展商办地产、资产运营、社区服务、物业管理等相关产业。在深耕上海市场的同时布局环沪及长三角区域。我们预计公司2021、2022年EPS分别是0.34元和0.39元。考虑到公司转型成效逐步显现, 给予公司2021年8-10倍动态PE, 对应的合理价值区间为2.72-3.40元, 维持“中性”评级。 **风险提示:** 公司面临加息和政策调控两大风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13282	11552	15714	17499	19077
(+/-)YoY(%)	-31.1%	-13.0%	36.0%	11.4%	9.0%
净利润(百万元)	2340	1378	2059	2355	2643
(+/-)YoY(%)	-9.7%	-41.1%	49.4%	14.4%	12.2%
全面摊薄EPS(元)	0.38	0.23	0.34	0.39	0.43
毛利率(%)	54.6%	42.7%	42.3%	42.3%	42.3%
净资产收益率(%)	15.4%	8.8%	11.7%	11.9%	12.0%

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。2019-2023年EPS按照公司最新总股本计算。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

附：公司业绩预测

我们预计公司 2021 年合计结算面积 33.07 万平；我们预计公司 2022 年合计结算面积 36.86 万平。因此，我们预计，2021-2022 年公司结算收入分别为 144.6 亿元和 161.2 亿元。

表 1 2021-2022 年公司住宅项目结转面积和结转收入预测表

序号	项目	2021 年结算面积 (万平)	2022 年结算面积 (万平)	2021 年结算收入 (百万元)	2022 年结算收入 (百万元)
1	黄浦江沿岸 E10 单元 E07-2 地块住宅商业项目	0.68	0.75	541.18	603.28
2	杨浦区平凉社区 0215-03 地块商办楼项目	1.21	1.34	964.71	1075.41
3	黄浦江沿岸 E8 单元 E15-3 地块项目	0.76	0.85	611.76	681.97
4	黄浦江沿岸 E8E10 单元 E23-3 地块项目	0.97	1.08	776.47	865.57
5	黄浦江沿岸 E10 单元 E06-2 地块商业办公项目	2.21	2.46	1764.71	1967.21
6	黄浦江沿岸 E8 单元 E17-4 地块商业办公项目	0.56	0.62	447.06	498.36
7	跑马山项目	2.18	2.43	327.55	365.14
8	罗家头项目	1.12	1.25	167.98	187.26
9	昆山中华园路商住楼项目 D 区	2.85	3.18	427.94	477.05
10	吉林中星总部基地项目	2.02	2.25	302.99	337.76
11	尚汇豪庭	1.77	1.97	1417.01	1579.61
12	新江湾社区 N091104 单元 B2-01 地块	2.14	2.38	1708.24	1904.26
13	宝山顾村 0422-1 地块	1.55	1.73	1240.00	1382.30
14	美兰湖铂珺公馆	0.04	0.05	33.87	37.76
15	美兰湖铂珺公馆	0.04	0.04	30.08	33.53
16	印象春城	0.01	0.01	9.71	10.83
17	印象春城	0.02	0.02	17.43	19.43
18	香堤艺墅	0.02	0.03	19.85	22.12
19	古北萃庭	0.05	0.05	38.98	43.45
20	雪野家园	0.20	0.22	158.85	177.08
21	古北香堤岭	0.01	0.01	8.62	9.61
22	潍坊路改建项目	0.30	0.33	238.86	266.27
23	中企滨江悦府 (7-2 项目)	0.02	0.03	18.14	20.22
24	中企滨江金融中心 (4-4 项目)	0.19	0.21	150.20	167.44
25	公园道壹号	0.01	0.02	10.90	12.15
26	公园壹号	0.31	0.35	250.87	279.66
27	江阴中企上城	0.08	0.09	12.29	13.70
28	江阴中企上城	0.11	0.12	16.67	18.58
29	江阴中企上城	0.18	0.20	27.48	30.63
30	江阴尚海荟	0.17	0.19	25.69	28.64
31	无锡中城誉品	0.02	0.03	4.73	5.28
32	无锡中城誉品	0.21	0.24	42.56	47.44
33	燕尾山庄	0.09	0.10	18.63	20.77
34	燕尾山庄	0.07	0.08	14.75	16.45
35	苏州太湖源一期	0.02	0.02	5.26	5.87
36	苏州太湖源二期	1.17	1.30	350.47	390.69
37	苏州太湖源二期酒店式公寓	0.10	0.11	28.63	31.91
38	苏州燕回平门里	0.43	0.48	130.34	145.30
39	中星城际广场 D	0.03	0.03	5.69	6.34
40	中星城际 ABC	0.50	0.56	99.79	111.24
41	合肥中星城	0.36	0.41	72.69	81.03
42	江阴金安	0.01	0.01	1.61	1.79
43	E04-2 项目商品住宅	0.08	0.09	62.28	69.42
44	上海市黄浦区	0.97	1.08	776.47	865.57
45	江苏省扬州市	7.20	8.03	1080.44	1204.43
	合计	33.07	36.86	14460.43	16119.82

资料来源：公司 2020 年年度报告、海通证券研究所

假设 2021-2022 年公司租赁业务收入、商业和服务业及其他业务收入年均增长 10%，则我们预计 2021-2022 年公司营业

收入分别合计为 157.14 亿元和 174.99 亿元。

表 2 2021-2022 年公司各项业务收入预测 (百万元)

序号	项目	2021 年	2022 年
1	房地产开发收入	14460.43	16119.82
2	租赁业务收入	552.72	608.18
3	商业和服务业及其他业务收入	701.26	771.38
*	合计	15714.41	17499.38

资料来源: 公司 2020 年年度报告、海通证券研究所

由此, 2021-2022 年公司分别实现净利润 20.59 亿元和 23.55 亿元, EPS 分别为 0.34 元和 0.39 元。

表 3 公司盈利预测表 (百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E
一、营业总收入	19285.85	13281.73	11552.09	15714.41	17499.38
二、营业总成本	15115.99	9296.23	8986.26	12301.05	13589.81
三、营业利润	4641.34	3905.55	2586.50	3594.70	4111.54
加: 营业外收支	65.52	45.61	16.71	18.38	20.22
四、利润总额	4706.86	3951.16	2603.21	3613.08	4131.76
减: 所得税	1455.21	1071.30	619.40	867.14	991.62
五、净利润	3251.65	2879.85	1983.81	2745.94	3140.13
减: 少数股东损益	659.24	539.69	605.62	686.48	785.03
六、归属母公司所有者净利润	2592.41	2340.17	1378.18	2059.45	2355.10
股本	6096.14	6096.14	6096.14	6096.14	6096.14
每股收益	0.43	0.38	0.23	0.34	0.39

资料来源: 公司 2020 年年度报告、海通证券研究所

表 4 上市地产公司的估值 (收盘价日期为 2021.3.26)

公司名称	EPS(元/股)		PE (倍)	
	2020E	2021E	2020E	2021E
南京高科	1.69	1.73	5.92	5.78
天健集团	0.93	1.12	6.62	5.50
均值			6.27	5.64

注: 表中南京高科、天健集团 2021 年 EPS 预测值来自 Wind 一致预期预测。

资料来源: Wind、海通证券研究所

风险提示: 公司面临加息和政策调控两大风险。

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	11552	15714	17499	19077
每股收益	0.23	0.34	0.39	0.43	营业成本	6620	9070	10096	11009
每股净资产	2.58	2.89	3.24	3.62	毛利率%	42.7%	42.3%	42.3%	42.3%
每股经营现金流	0.43	0.67	0.74	0.86	营业税金及附加	1574	2121	2362	2575
每股股利	0.00	0.03	0.04	0.05	营业税金率%	13.6%	13.5%	13.5%	13.5%
价值评估 (倍)					营业费用	169	230	256	279
P/E	14.86	9.95	8.70	7.75	营业费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	1.30	1.16	1.04	0.93	管理费用	405	471	525	572
P/S	1.77	1.30	1.17	1.07	管理费用率%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	7.72	5.00	3.80	2.69	EBIT	2784	3822	4260	4642
股息率%	0.0%	0.8%	1.1%	1.5%	财务费用	218	311	253	148
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.9%	2.0%	1.4%	0.8%
毛利率	42.7%	42.3%	42.3%	42.3%	资产减值损失	-94	-98	-98	-98
净利润率	11.9%	13.1%	13.5%	13.9%	投资收益	111	157	175	191
净资产收益率	8.8%	11.7%	11.9%	12.0%	营业利润	2587	3595	4112	4615
资产回报率	2.8%	3.5%	3.7%	3.8%	营业外收支	17	18	20	22
投资回报率	6.6%	8.4%	8.6%	8.6%	利润总额	2603	3613	4132	4638
盈利增长 (%)					EBITDA	3062	4112	4519	4916
营业收入增长率	-13.0%	36.0%	11.4%	9.0%	所得税	619	867	992	1113
EBIT 增长率	-34.2%	37.3%	11.5%	9.0%	有效所得税率%	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润增长率	-41.1%	49.4%	14.4%	12.2%	少数股东损益	606	686	785	881
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1378	2059	2355	2643
资产负债率	64.6%	65.5%	63.9%	62.1%					
流动比率	1.72	1.66	1.70	1.75	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.69	0.68	0.75	0.83	货币资金	11559	14741	18132	22096
现金比率	0.55	0.55	0.61	0.69	应收账款及应收票据	107	146	162	177
经营效率指标					存货	20355	25099	26820	28077
应收帐款周转天数	3.38	3.38	3.38	3.38	其它流动资产	3942	4794	5159	5482
存货周转天数	1122	1010	969.64	930.86	流动资产合计	35964	44779	50274	55831
总资产周转率	0.23	0.27	0.28	0.28	长期股权投资	579	579	579	579
固定资产周转率	57.22	43.27	31.48	26.03	固定资产	202	363	556	733
					在建工程	99	154	315	423
					无形资产	71	81	92	102
					非流动资产合计	13381	13258	13274	13221
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	49344	58038	63548	69051
净利润	1378	2059	2355	2643	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	606	686	785	881	应付票据及应付账款	2215	3035	3378	3684
非现金支出	374	388	357	373	预收账款	28	38	42	46
非经营收益	595	451	536	624	其它流动负债	18614	23903	26141	28127
营运资金变动	-353	485	482	702	流动负债合计	20858	26976	29561	31857
经营活动现金流	2600	4070	4516	5223	长期借款	4997	4997	4997	4997
资产	-61	-234	-337	-280	其它长期负债	6026	6026	6026	6026
投资	-610	0	0	0	非流动负债合计	11022	11022	11022	11022
其他	158	156	174	190	负债总计	31880	37998	40584	42879
投资活动现金流	-514	-78	-163	-91	实收资本	6096	6096	6096	6096
债权募资	1076	0	0	0	归属于母公司所有者权益	15724	17613	19752	22079
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1740	2427	3212	4093
其他	-5245	-810	-962	-1169	负债和所有者权益合计	49344	58038	63548	69051
融资活动现金流	-4168	-810	-962	-1169					
现金净流量	-2082	3183	3391	3963					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

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
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： 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,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,招商蛇口

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; 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。	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。
	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。