

投资评级 优于大市 维持

城市运营商与价值创造者，归母净利稳健增长

股票数据

04月30日收盘价(元)	9.70
52周股价波动(元)	8.80-12.57
总股本/流通A股(百万股)	1236/1236
总市值/流通市值(百万元)	11989/11989

相关研究

《房产结转和投资收益推动归母净利高位增长》2020.09.09

《创投隐含价值大，立足“医疗健康”持续拓展》2020.07.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.3	-3.0	1.6
相对涨幅(%)	-3.9	1.0	6.3

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2020年年报。报告期内，公司实现营业总收入29.24亿元，同比下降0.23%。其中，公司实现营业收入29.04亿元，同比下降0.18%；归母净利润为20.16亿元，同比增长9.43%。同日，公司公布2021年一季度报。报告期内，公司实现营业总收入19.66亿元，同比增加162.40%。其中，公司实现营业收入19.64亿元，同比增加163.36%；归母净利润为5.53亿元，同比减少6.26%。
- **2020年，公司营业收入同比下降0.18%；受房地产开发销售毛利率上升推动，公司归母净利润同比增长9.43%。**

- 根据公司2020年年报披露：报告期内，公司房地产业务实现合同销售面积9.60万平方米(商品房项目1.41万平方米、经济适用房项目8.19万平方米)，同比增长40.15%；实现合同销售金额67897.79万元(商品房项目46897.70万元、经济适用房项目21000.09万元)，同比下降73.64%。新开工面积34.45万平方米，同比增长455.65%。2020年，公司新增投资药用新材料生产企业华兰股份、网络安全产品研发企业安天科技等5个项目，并对易鲸捷、艾尔普实施了追加投资。为进一步优化投资模式，提升投资效率，公司出资约5亿元投资设立高科创投基金。基于战略投资的考虑及对未来价值成长的认可，公司出资4.56亿元继续增持南京银行股份有限公司。报告期内，公司投资的艾力斯在科创板发行上市，华兰股份已通过创业板上市委审议，多个项目在申请A股上市进程中。全年实现投资收益146246.15万元，同比增长4.04%；实现公允价值变动收益79223.11万元，同比增长19.46%。报告期末，公司资产负债率继续保持低位，为56.74%；期末公司有息负债总额为50.46亿元，占总资产的比例为15.47%。报告期内整体平均融资成本约为3.47%，较去年同期下降0.83个百分点。

- **投资建议：**围绕“城市运营商与价值创造者”的战略定位，“优于大市”评级。公司抢抓南京紫东地区开发建设及资本市场发展的机遇，房地产及市政业务加强市场拓展，深化产业联动，逐步形成业务协同发展新格局；股权投资业务精选投资标的，加强投后管理，“研投管退”专业化运作水平持续提升。我们预计公司2021、2022年EPS分别是1.64元和1.74元。**参考相关可比上市公司2021年的平均估值，给予公司2021年6-7.5倍动态PE，对应的合理价值区间为9.84-12.30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。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2930	2924	4029	4511	5323
(+/-)YoY(%)	-14.4%	-0.2%	37.8%	12.0%	18.0%
净利润(百万元)	1842	2016	2026	2150	2586
(+/-)YoY(%)	92.2%	9.4%	0.5%	6.1%	20.3%
全面摊薄EPS(元)	1.49	1.63	1.64	1.74	2.09
毛利率(%)	30.2%	40.3%	44.1%	44.2%	44.4%
净资产收益率(%)	15.6%	15.2%	13.8%	13.3%	14.4%

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

表 1 相关上市公司估值情况 (截止收盘日 2021.4.30)

公司名称	公司类型	EPS 预测 (元每股)		PE (倍)	
		2020	2021E	2020	2021E
电子城	园区类	0.47	0.44	9.09	9.70
陆家嘴	园区类	0.99	1.12	10.99	9.71
华发股份	开发类	1.37	1.64	4.59	3.84
平均				8.22	7.75

注: 表中各上市公司 EPS 预测来自 Wind 一致预期。

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风险, 以及转型不成功的风险。

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	2924	4029	4511	5323
每股收益	1.63	1.64	1.74	2.09	营业成本	1745	2250	2517	2958
每股净资产	10.72	11.87	13.09	14.55	毛利率%	40.3%	44.1%	44.2%	44.4%
每股经营现金流	-1.76	1.22	1.38	1.22	营业税金及附加	395	267	361	426
每股股利	0.30	0.49	0.52	0.63	营业税金率%	13.5%	6.6%	8.0%	8.0%
价值评估 (倍)					营业费用	86	117	135	160
P/E	5.95	5.92	5.58	4.64	营业费用率%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
P/B	0.90	0.82	0.74	0.67	管理费用	245	222	293	346
P/S	4.10	2.98	2.66	2.25	管理费用率%	8.4%	5.5%	6.5%	6.5%
EV/EBITDA	28.75	10.36	8.10	5.13	EBIT	439	1159	1185	1409
股息率%	3.1%	5.1%	5.4%	6.5%	财务费用	138	94	88	75
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.7%	2.3%	2.0%	1.4%
毛利率	40.3%	44.1%	44.2%	44.4%	资产减值损失	-29	0	0	0
净利润率	69.0%	50.3%	47.7%	48.6%	投资收益	1462	1338	1479	1745
净资产收益率	15.2%	13.8%	13.3%	14.4%	营业利润	2382	2294	2447	2942
资产回报率	6.2%	5.6%	5.7%	6.4%	营业外收支	-11	-12	-13	-14
投资回报率	2.2%	5.5%	5.2%	5.7%	利润总额	2371	2282	2434	2928
盈利增长 (%)					EBITDA	516	1171	1196	1422
营业收入增长率	-0.2%	37.8%	12.0%	18.0%	所得税	266	256	273	329
EBIT 增长率	47.3%	163.9%	2.2%	19.0%	有效所得税率%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
净利润增长率	9.4%	0.5%	6.1%	20.3%	少数股东损益	89	0	11	13
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2016	2026	2150	2586
资产负债率	56.7%	56.7%	54.8%	53.5%					
流动比率	1.10	1.19	1.27	1.35	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.37	0.44	0.57	0.65	货币资金	1393	3200	5530	7818
现金比率	0.08	0.17	0.30	0.40	应收账款及应收票据	601	745	751	797
经营效率指标					存货	11822	12957	12320	12741
应收账款周转天数	74.99	67.49	60.74	54.67	其它流动资产	4794	4973	5038	5162
存货周转天数	2473	2102	1787	1572	流动资产合计	18611	21874	23640	26519
总资产周转率	0.09	0.11	0.12	0.13	长期股权投资	11096	11096	11096	11096
固定资产周转率	9.22	12.12	12.97	14.69	固定资产	317	332	348	362
					在建工程	28	29	30	31
					无形资产	56	54	52	50
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	非流动资产合计	14008	14022	14037	14051
净利润	2016	2026	2150	2586	资产总计	32619	35897	37677	40570
少数股东损益	89	0	11	13	短期借款	3549	2913	2700	2600
非现金支出	260	12	11	12	应付票据及应付账款	3163	3677	3710	3847
非经营收益	-2025	-1266	-1408	-1681	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-2517	740	942	578	其它流动负债	10155	11838	12182	13215
经营活动现金流	-2178	1511	1706	1508	流动负债合计	16868	18428	18592	19662
资产	14	7	11	18	长期借款	0	300	400	400
投资	-621	0	0	0	其它长期负债	1641	1641	1641	1641
其他	537	1333	1474	1740	非流动负债合计	1641	1941	2041	2041
投资活动现金流	-70	1341	1485	1758	负债总计	18509	20369	20633	21703
债权募资	8283	-337	-113	-100	实收资本	1236	1236	1236	1236
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	13254	14672	16178	17988
其他	-7140	-709	-748	-878	少数股东权益	855	855	866	879
融资活动现金流	1143	-1045	-861	-978	负债和所有者权益合计	32619	35897	37677	40570
现金净流量	-1104	1807	2330	2288					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 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,恒大物业,保利物业,大悦城,中华企业,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;	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。