

万通发展 (600246.SH) / 房地产
业绩复合预期, 转型蓄势待发
评级: 买入 (维持)

市场价格: 7.76

分析师: 陈立

执业证书编号: S0740520080008

Email: chenli@r.qlzq.com.cn

分析师: 李焱

执业证书编号: S0740520110003

Email: liyao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2054.01
流通股本(百万股)	2054.01
市价(元)	7.76
市值(百万元)	15939.11
流通市值(百万元)	15939.11

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,102.77	1,362.42	1,294.30	1,164.87	1,048.38
增长率(%)	(69.74)	23.55	(5.00)	(10.00)	(10.00)
EBITDA (百万元)	1,838.77	373.45	296.28	310.21	373.08
净利润(百万元)	604.78	50.87	161.41	179.04	226.63
增长率(%)	84.79	(91.59)	217.32	10.92	26.59
EPS (元/股)	0.29	0.02	0.08	0.09	0.11
市盈率 (P/E)	26.36	313.35	98.75	89.03	70.33
市净率 (P/B)	2.07	2.23	2.04	2.00	1.94

备注: 股价使用 2021 年 4 月 22 日收盘价。

投资要点

事件: 2021 年 4 月 9 日, 公司发布 2020 年年报, 公司 2020 年实现营业收入 13.624 亿, 同比+23.55%, 归母净利润 5086.74 万元, 同比-91.59%。

■ 营收销售维持增长, 持有物业收入与去年基本持平

公司 2020 年实现营业收入 13.62 亿, 同比+23.55%, 归母净利润 0.51 亿, 同比-91.59%。收入实现同比增长, 而归母净利润同比大幅减少的原因是去年同期处置重大项目 (香河万通 70% 股权) 等实现了 12.51 亿投资净收益, 利润端看 2020 年 EBITDA 达 4.09 亿, 同期 2019 年为亏损 0.76 亿。

步入转型期后, 公司不再进行新房地产项目开发, 房地产业务主要是尾盘销售。公司 2020 年实现商品房销售 10.43 亿 (2019 年 8.27 亿), 销售面积 5.19 万方 (2019 年 3.38 万方), 销售较 2019 年有所增长。商业地产出租方面, 2020 年公司实现出租面积 1.12 万方 (2019 年 11.88 万方), 实现合同租金 2.49 亿 (2019 年 2.54 亿), 2020 年受疫情影响写字楼空置率整体走高, 公司自持物业总体收入与去年持平, 体现了稳健优良的运营能力。

■ 战略转型持续深入, 签订多个框架协议

2020 年 6 月, 普洛斯集团联合创始人、首席执行官梅志明, 出任万通发展的董事及战略委员会主任, 截至报告期末, 公司已完成与普洛斯组建成立 3 家合资公司, 拟在城市更新、产城融合、科技产业孵化以及金融资本等领域展开合作。

2020 年 9 月, 公司与商汤科技签署战略合作框架协议, 双方将在人工智能应用场景落地, 人工智能产业集群和智慧城市等多领域进行战略合作。

2020 年 10 月, 公司与国家电网有限公司全资子公司——国网综合能源服务集团有限公司达成框架合作协议, 双方将在城市的综合能源管理方面进行全面合作, 包括大型综合体、产业园、城市居住区为端口的高效能源站、分布式光伏、建筑节能等综合能源服务等领域展开战略合作布局。

■ 财务健康, 轻资产转型无负担

据公司 2020 年年报, 公司在手货币资金 25.44 亿, 一年内到期有息负债 1.26 亿, 长期借款 21.93 亿, 现金可完成对有息债的完全覆盖, 资产负债率仅为 34.34%; 现金流方面公司 2020 年销售商品、提供劳务收到的现金 13.55 亿, 经营活动现金流净额 12.24 亿, 整体财务状况与现金流保持健康, 为转型留足余地。

投资建议: 公司持续践行 2020 年提出的“新万通、新赋能、新发展”的新战略目标, 在数字化转型方面持续发力, 内部重构组织结构, 为转型赋能, 外部持续与数字公司密切接触, 签署合作协议、组建联盟, 为后续转型落地奠定坚实基础。由于公司现阶段可结转项目资源不多, 转型业务项目在孵化期, 下调公司 2021-2022 年 EPS 至 0.08 元、0.09 元, 给予 2023 年 EPS0.11 元。考虑到公司已停止新房地产项目开发全力转型, 自持商业地产租金足以覆盖借款利息, 整体财务健康, 且基本完成“城市更新+产业消费升级”的多元业务发展布局, 我们看好公司凭借雄厚资金实力与优秀高管背景支持下的转型发展, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司业务转型存较大不确定性, 未来投资收益或不及预期; 公司地产项目销售与结算低于预期, 商业自持运营收入不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,404.53	2,544.23	4,030.08	4,077.05	4,193.53	营业收入	1,102.77	1,362.42	1,294.30	1,164.87	1,048.38
应收账款	1,262.94	900.92	824.82	534.20	455.94	营业成本	532.48	723.74	700.86	664.79	620.75
预付账款	390.18	384.72	296.68	349.65	253.86	营业税金及附加	291.38	138.95	206.94	171.59	148.71
存货	2,965.76	2,316.99	1,966.07	1,357.89	1,056.13	营业费用	111.73	97.26	88.68	69.79	49.18
其他	295.20	110.68	100.00	101.00	102.01	管理费用	161.42	169.09	166.84	150.12	127.42
流动资产合计	7,318.60	6,257.54	7,217.64	6,419.78	6,061.47	财务费用	139.60	115.92	68.50	53.62	51.32
长期股权投资	772.04	810.74	860.74	920.74	1,020.74	资产减值损失	(446.80)	4.71	6.13	73.99	59.90
固定资产	116.23	116.23	110.42	104.61	98.80	公允价值变动收益	3.69	27.37	10.35	13.81	17.18
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1,251.22	(11.43)	152.68	255.13	306.98
无形资产	0.24	1.49	(0.59)	(0.59)	(0.59)	其他	(1,602.66)	(50.97)	(326.06)	(537.87)	(648.32)
其他	4,380.93	4,396.23	4,351.28	4,318.72	4,351.59	营业利润	660.71	147.78	219.38	249.90	315.26
非流动资产合计	5,269.45	5,324.68	5,321.84	5,343.47	5,470.53	营业外收入	11.97	10.47	12.30	11.58	11.45
资产总计	12,588.05	11,582.22	12,539.48	11,763.25	11,532.00	营业外支出	1.86	1.78	1.75	1.80	1.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	73.71	141.11	利润总额	670.83	156.46	229.93	259.68	324.93
应付账款	998.34	737.29	730.10	364.32	256.43	所得税	53.69	80.72	56.26	65.21	78.24
其他	1,036.27	983.54	1,631.64	1,052.94	784.11	净利润	617.14	75.74	173.67	194.48	246.69
流动负债合计	2,034.61	1,720.83	2,361.74	1,490.97	1,181.65	少数股东损益	12.36	24.88	12.26	15.44	20.06
长期借款	2,278.14	2,192.55	1,842.01	1,747.85	1,584.44	归属于母公司净利润	604.78	50.87	161.41	179.04	226.63
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.29	0.02	0.08	0.09	0.11
其他	74.45	64.29	57.86	52.07	46.86						
非流动负债合计	2,352.59	2,256.83	1,899.86	1,799.92	1,631.31	主要财务比率					
负债合计	4,387.20	3,977.66	4,261.60	3,290.89	2,812.95	成长能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	489.36	470.23	482.49	497.94	517.99	营业收入	-69.74%	23.55%	-5.00%	-10.00%	-10.00%
股本	2,054.01	2,054.01	2,054.01	2,054.01	2,054.01	营业利润	18.41%	-77.63%	48.45%	13.91%	26.15%
资本公积	3,525.13	3,525.13	3,525.13	3,525.13	3,525.13	归属于母公司净利润	84.79%	-91.59%	217.32%	10.92%	26.59%
留存收益	5,649.23	5,579.97	5,741.38	5,920.41	6,147.05	获利能力					
其他	(3,516.87)	(4,024.78)	(3,525.13)	(3,525.13)	(3,525.13)	毛利率	51.71%	46.88%	45.85%	42.93%	40.79%
股东权益合计	8,200.85	7,604.56	8,277.88	8,472.36	8,719.05	净利率	54.84%	3.73%	12.47%	15.37%	21.62%
负债和股东权益总计	12,588.05	11,582.22	12,539.48	11,763.25	11,532.00	ROE	7.84%	0.71%	2.07%	2.25%	2.76%
						ROIC	18.83%	3.15%	6.88%	11.08%	12.70%
						偿债能力					
						资产负债率	34.85%	34.34%	33.99%	27.98%	24.39%
						净负债率	11.17%	-5.40%	-10.69%	-20.19%	-30.83%
						流动比率	3.60	3.64	3.06	4.31	5.13
						速动比率	2.14	2.29	2.22	3.40	4.24
						营运能力					
						应收账款周转率	1.32	1.26	1.50	1.71	2.12
						存货周转率	0.30	0.52	0.60	0.70	0.87
						总资产周转率	0.09	0.11	0.11	0.10	0.09
						每股指标(元)					
						每股收益	0.29	0.02	0.08	0.09	0.11
						每股经营现金流	-0.16	0.60	0.64	-0.02	0.04
						每股净资产	3.75	3.47	3.80	3.88	3.99
						估值比率					
						市盈率	26.36	313.35	98.75	89.03	70.33
						市净率	2.07	2.23	2.04	2.00	1.94
						EV/EBITDA	3.88	27.70	34.41	32.74	26.57
						EV/EBIT	4.18	42.29	35.41	33.46	27.05

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。