

合作整合优质资源，公司资产价值显性化



事件

- 新湖中宝发布公告，公司与融创中国签署《合作协议书》，本次股权转让交易价款 67.1 亿元，涉及 20 宗地块（位于上海、温州、南通），合计建筑面积 214.0 万方。

核心观点

- **本次交易转让项目均位于长三角，整体交易对价 67.1 亿元（承债收购）。**本次交易涉及项目为温州平阳的 15 宗地块（合计建面 155 万方）、南通启东的 4 宗地块（合计建面 52 万方）、玛宝公司上海青云路项目（建面 7 万方）。根据公司年报披露，公司在平阳和启东通过海涂围垦共获得土储 290 万方，交易完成后仍有 83 万方土地储备。本次交易转让的为二级开发项目，其实质为引入融创作为合作方，借助其高效的运营能力共同开发，实现片区价值最大化。
- **积极引入合作方，有利于公司资产价值整体显性化。**公司在长三角区域拥有大量核心资产，例如上海天虹、亚龙两大旧改项目合计规划计容建面积为 30.3 万平方米，并且两个项目都已经进入征收实施阶段，截至 2018 年底签约率分别 98%、95%。公开的交易与合作开发可以将公司优质资源储备的价值进一步显性化。从收益贡献的角度而言，本次交易将产生税前收益 5 亿元，占 2018 年税前利润总额的 14.2%，预计会对公司 2019 年业绩产生较大的提振。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级。我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.38/0.49/0.61 元。可比公司 2019 年 PE 估值为 11X，我们给予公司 2019 年 11X 的 PE 估值。对应目标价为 4.18 元。

风险提示

- 公司项目销售及结算进度不及预期。公司投资的金融公司收入不及预期。
- 利率变化存在不确定性。毛利率变化存在不确定性。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,500	17,227	23,361	29,695	41,199
同比增长(%)	28.4%	-1.6%	35.6%	27.1%	38.7%
营业利润(百万元)	3,807	3,546	4,568	5,778	7,272
同比增长(%)	1075.6%	-6.9%	28.8%	26.5%	25.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,322	2,506	3,248	4,186	5,245
同比增长(%)	-43.1%	-24.6%	29.6%	28.9%	25.3%
每股收益(元)	0.39	0.29	0.38	0.49	0.61
毛利率(%)	28.2%	28.5%	34.4%	35.7%	37.2%
净利率(%)	19.0%	14.5%	13.9%	14.1%	12.7%
净资产收益率(%)	10.8%	7.6%	9.3%	10.9%	12.2%
市盈率	9.0	11.9	9.2	7.1	5.7
市净率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年07月16日)	3.04元
目标价格	4.18元
52周最高价/最低价	4.33/2.82元
总股本/流通A股(万股)	859,934/859,817
A股市值(百万元)	26,142
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年07月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.62	1.67	-23.23	-16.48
相对表现	1.98	2.49	16.4	26.12
沪深300	.36	4.16	-6.83	9.64



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

证券分析师 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518070003

联系人 孙天一
021-63325888-4037
suntianyi1@orientsec.com.cn

联系人 马晓东

相关报告

销售重回增长，金融及金融科技业务持续发力： 2019-04-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	17,808	16,018	23,361	26,725	41,199	营业收入	17,500	17,227	23,361	29,695	41,199
应收账款	77	842	154	196	272	营业成本	12,570	12,312	15,329	19,089	25,877
预付账款	1,452	201	1,869	2,376	3,296	营业税金及附加	1,523	1,075	2,366	3,068	4,270
存货	59,370	70,354	81,246	91,629	108,685	营业费用	517	315	961	1,221	1,515
其他	3,437	5,438	6,445	6,794	7,426	管理费用	444	420	796	905	1,221
流动资产合计	82,144	92,853	113,076	127,719	160,877	财务费用	1,493	1,698	1,937	2,701	3,764
长期股权投资	27,695	32,204	30,199	33,001	36,341	资产减值损失	353	272	419	484	706
固定资产	471	515	470	424	378	公允价值变动收益	25	(87)	2	2	2
在建工程	1	1	2	3	3	投资净收益	3,182	2,490	3,005	3,543	3,418
无形资产	264	147	145	143	141	其他	0	8	8	8	8
其他	13,993	14,152	10,824	10,859	10,898	营业利润	3,807	3,546	4,568	5,778	7,272
非流动资产合计	42,425	47,018	41,639	44,429	47,761	营业外收入	391	4	10	10	10
资产总计	124,569	139,871	154,715	172,148	208,638	营业外支出	27	24	24	24	24
短期借款	2,734	2,941	15,905	23,697	44,182	利润总额	4,171	3,525	4,554	5,764	7,258
应付账款	1,974	2,014	2,299	2,863	3,882	所得税	829	835	1,138	1,441	1,815
其他	32,616	39,416	40,709	45,464	55,006	净利润	3,342	2,690	3,415	4,323	5,444
流动负债合计	37,324	44,371	58,914	72,024	103,070	少数股东损益	28	187	168	137	199
长期借款	30,467	40,449	40,449	40,449	40,449	归属于母公司净利润	3,314	2,503	3,248	4,186	5,245
应付债券	20,994	17,800	17,800	17,800	17,800	每股收益(元)	0.39	0.29	0.38	0.49	0.61
其他	2,885	2,864	258	258	258						
非流动负债合计	54,345	61,113	58,507	58,507	58,507	主要财务比率					
负债合计	91,669	105,485	117,421	130,531	161,577		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	693	767	935	1,073	1,271	成长能力					
股本	8,599	8,599	8,599	8,599	8,599	营业收入	28.4%	-1.6%	35.6%	27.1%	38.7%
资本公积	7,968	7,962	7,962	7,962	7,962	营业利润	1075.6%	-6.9%	28.8%	26.5%	25.9%
留存收益	15,849	17,303	20,044	24,229	29,475	归属于母公司净利润	-43.1%	-24.6%	29.6%	28.9%	25.3%
其他	(210)	(245)	(245)	(245)	(245)	获利能力					
股东权益合计	32,900	34,387	37,295	41,618	47,061	毛利率	28.2%	28.5%	34.4%	35.7%	37.2%
负债和股东权益总计	124,569	139,871	154,715	172,148	208,638	净利率	19.0%	14.5%	13.9%	14.1%	12.7%
						ROE	10.8%	7.6%	9.3%	10.9%	12.2%
						ROIC	4.7%	3.8%	4.1%	4.9%	5.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	73.6%	75.4%	75.9%	75.8%	77.4%
净利润	3,342	2,690	3,415	4,323	5,444	净负债率	144.8%	179.6%	172.4%	163.9%	157.7%
折旧摊销	(6)	25	61	61	62	流动比率	2.20	2.09	1.92	1.77	1.56
财务费用	1,493	1,698	1,937	2,701	3,764	速动比率	0.61	0.51	0.53	0.49	0.49
投资损失	(3,182)	(2,490)	(3,005)	(3,543)	(3,418)	营运能力					
营运资金变动	(6,854)	(10,340)	(9,795)	(5,947)	(8,832)	应收账款周转率	195.5	35.3	44.6	161.2	167.3
其它	6,889	4,637	301	482	704	存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
经营活动现金流	1,683	(3,779)	(7,087)	(1,922)	(2,275)	总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
资本支出	390	(61)	(14)	(14)	(14)	每股指标(元)					
长期投资	(9,805)	(3,320)	2,771	(2,836)	(3,378)	每股收益	0.39	0.29	0.38	0.49	0.61
其他	2,982	(688)	4,537	3,545	3,420	每股经营现金流	0.20	-0.44	-0.82	-0.22	-0.26
投资活动现金流	(6,433)	(4,069)	7,294	695	27	每股净资产	3.75	3.91	4.23	4.72	5.33
债权融资	14,282	12,203	(3,384)	(500)	0	估值比率					
股权融资	(10)	(6)	0	0	0	市盈率	9.0	11.9	9.2	7.1	5.7
其他	(9,094)	(6,099)	10,520	5,090	16,721	市净率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
筹资活动现金流	5,178	6,097	7,136	4,590	16,721	EV/EBITDA	13.1	13.2	10.6	8.1	6.3
汇率变动影响	(71)	113	0	0	0	EV/EBIT	13.1	13.3	10.7	8.2	6.3
现金净增加额	357	(1,637)	7,343	3,364	14,474						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn