

投资评级 优于大市 维持

加大合作开发力度，地产、投资齐头并进

股票数据

09月07日收盘价(元)	3.44
52周股价波动(元)	2.80-5.13
总股本/流通A股(百万股)	8599/8598
总市值/流通市值(百万元)	29582/29578

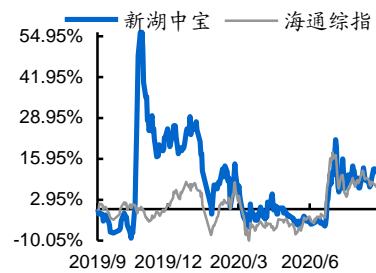
相关研究

《地产、金融科技双轮驱动，推进龙头房企合作》2020.05.02

《归母净利润稳健增长，金融科技投资逐渐发力》2019.09.04

《业绩稳健，加大高科技股权投资力度》2019.05.05

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.8	2.1	14.6
相对涨幅(%)	2.6	2.7	-2.1

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **事件。**公司公布2020年半年报。报告期内，公司实现营业收入47.34亿元，同比下降34.92%；归属于上市公司股东的净利润为23.26亿元，同比增加35.17%。
- **2020年上半年，受地产项目交付较少的影**响，公司营收下降34.92%；同期，归母净利润增加35.17%。
- 根据公司2020年半年报披露：2020年上半年，公司合同销售面积53.18万平方米，同比增加13.10%；合同销售收入71.18亿元，同比下降6.05%；新增土地储备7.44万平方米，新增建筑面积21.15万平方米；新开工面积67.14万平方米，同比下降51.02%。报告期内，公司与绿城中国进行战略合作，以41亿元的价格转让上海、沈阳、启东等项目部分股权；并投资入股绿城中国，获得其12.95%的股权，成为绿城中国第三大股东。同时，新湖明珠城、青蓝国际两个项目将于第四季度进入预售阶段，预计实现销售收入300亿元；天虹项目已完成土地征收，计划年底或明年年初开工建设；亚龙项目即将完成征收，计划明年年中开工建设。期内，公司继续保持对高科技领域的战略投入。(1)投资入股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。(2)投资易百德微电子有限公司，直接持有其30%的股权。(3)投资上海蕙新医疗科技有限公司，直接持有其34%的股权。(4)投资入股浙江聚创电器科技有限公司，持有其30%的股权。
- **投资建议：土储充足，科技投资和地产开发双轮驱动，“优于大市”评级。**公司主要业务为科技投资和地产开发。科技投资：公司在前期投资金融机构的基础上，广泛投资于一批拥有领先技术和市场份额的金融科技企业，成为其重要股东；前瞻投资于高科技企业，其中众多企业拥有国际领先的国产自主可控技术，已经或拟将陆续上市。地产业务：公司拥有丰厚优质的土地储备，目前在全国30余个城市开发50余个项目，总开发面积3000万平方米。我们预计公司2020年、2021年EPS分别是0.38和0.44元。我们给予公司2020年8-10倍的动态PE，对应的合理价值区间为3.04元-3.80元，维持公司“优于大市”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

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17227	14810	15223	20426	24616
(+/-)YoY(%)	-1.6%	-14.0%	2.8%	34.2%	20.5%
净利润(百万元)	2506	2153	3247	3777	4601
(+/-)YoY(%)	-24.6%	-14.1%	50.8%	16.3%	21.8%
全面摊薄EPS(元)	0.29	0.25	0.38	0.44	0.54
毛利率(%)	28.5%	35.5%	27.9%	29.2%	29.8%
净资产收益率(%)	7.5%	6.3%	8.6%	9.2%	10.1%

资料来源：公司年报(2018-2019)，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。

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

表 1 上市地产公司的估值（收盘价日期为 2020.9.7）

代码	上市公司	2020 年 EPS 预测（元/股）	2020 年动态 PE（倍）
600658.SH	电子城	0.39	15.10
000090.SZ	天健集团	0.89	8.02
均值			11.56

注：电子城、天健集团 2020 年 EPS 预测值来自 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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	14810	15223	20426	24616
每股收益	0.25	0.38	0.44	0.54	营业成本	9554	10970	14452	17289
每股净资产	4.00	4.37	4.80	5.31	毛利率%	35.5%	27.9%	29.2%	29.8%
每股经营现金流	0.26	0.48	-0.18	0.34	营业税金及附加	1878	1675	1838	2215
每股股利	0.01	0.02	0.02	0.02	营业税金率%	12.7%	11.0%	9.0%	9.0%
价值评估 (倍)					营业费用	397	381	511	615
P/E	13.74	9.11	7.83	6.43	营业费用率%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
P/B	0.86	0.79	0.72	0.65	管理费用	445	457	613	738
P/S	2.00	1.94	1.45	1.20	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	32.97	46.44	27.24	20.83	EBIT	2536	1741	3012	3758
股息率%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	财务费用	2625	2369	2359	2453
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	17.7%	15.6%	11.5%	10.0%
毛利率	35.5%	27.9%	29.2%	29.8%	资产减值损失	30	0	0	0
净利润率	14.5%	21.3%	18.5%	18.7%	投资收益	3644	4008	4409	4850
净资产收益率	6.3%	8.6%	9.2%	10.1%	营业利润	2836	3385	5067	6161
资产回报率	1.5%	2.2%	2.3%	2.6%	营业外收支	-79	944	-97	-107
投资回报率	2.1%	1.5%	2.5%	3.1%	利润总额	2756	4329	4970	6054
盈利增长 (%)					EBITDA	2637	1761	3042	3796
营业收入增长率	-14.0%	2.8%	34.2%	20.5%	所得税	645	1082	1193	1453
EBIT 增长率	-18.3%	-31.3%	73.0%	24.8%	有效所得税率%	23.4%	25.0%	24.0%	24.0%
净利润增长率	-14.1%	50.8%	16.3%	21.8%	少数股东损益	-42	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2153	3247	3777	4601
资产负债率	75.6%	74.0%	74.1%	73.5%					
流动比率	1.7	1.8	1.7	1.7	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	货币资金	14690	19231	19328	23076
现金比率	0.3	0.4	0.3	0.3	应收账款及应收票据	45	456	612	737
经营效率指标					存货	68717	67867	79571	85671
应收帐款周转天数	10.9	10.9	10.9	10.9	其它流动资产	10392	8542	10329	11770
存货周转天数	2656.5	2258.1	2009.7	1808.7	流动资产合计	93845	96096	109840	121254
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	长期股权投资	34929	34929	34929	34929
固定资产周转率	28.7	21.5	20.8	21.8	固定资产	519	899	1069	1191
					在建工程	14	514	1014	1514
					无形资产	145	145	145	145
					非流动资产合计	50187	51467	52537	53559
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	144032	147563	162377	174813
净利润	2153	3247	3777	4601	短期借款	3960	2900	3600	3000
少数股东损益	-42	0	0	0	应付票据及应付账款	3630	3304	4352	5206
非现金支出	134	20	30	38	预收账款	18560	19078	25598	30849
非经营收益	-596	-2351	-1691	-2093	其它流动负债	28856	29620	32044	34013
营运资金变动	618	3244	-3654	409	流动负债合计	55007	54901	65594	73068
经营活动现金流	2268	4160	-1538	2954	长期借款	35544	35994	36489	37033
资产	-48	44	-797	-767	其它长期负债	18318	18318	18318	18318
投资	-909	-400	-400	-400	非流动负债合计	53862	54312	54807	55351
其他	2979	4008	4409	4850	负债总计	108869	109213	120401	128420
投资活动现金流	2022	3652	3212	3683	实收资本	8599	8599	8599	8599
债权募资	-2120	-1060	700	-56	普通股股东权益	34435	37622	41248	45665
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	729	729	729	729
其他	-4217	-2211	-2277	-2834	负债和所有者权益合计	144032	147563	162377	174813
融资活动现金流	-6338	-3271	-1577	-2889					
现金净流量	-2058	4541	97	3748					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 07 日; (2) 以上各表均为简表。

资料来源: 公司年报 (2019), 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： 中国恒大,我爱我家,世茂股份,保利物业,中国国贸,光大嘉宝,华侨城 A,华润置地,城建发展,碧桂园,新湖中宝,浦东金桥,中华企业,光明地产,雅生活服务,金科股份,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,三湘印象,龙湖集团,金地集团,招商蛇口,华发股份,融创中国,金融街,中国海外发展,电子城,世茂集团,外高桥

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。