

投资评级 优于大市 维持

年报业绩稳健，多元业务齐头并进

股票数据

04月26日收盘价(元)	8.82
52周股价波动(元)	4.40-9.76
总股本/流通A股(百万股)	1151/1151
总市值/流通市值(百万元)	10154/10154

相关研究

《保持地产主业，持续加大股权投资力度》
2019.01.04

《房产结转和制造业收入提升公司业绩》
2018.08.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.7	42.5	60.4
相对涨幅(%)	10.6	36.9	38.2

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2018年年报。报告期内，公司实现营业收入72.82亿元，同比增加16.64%；归属于上市公司股东的净利润6.11亿元，同比增加0.84%；实现全面摊薄每股收益0.41元。
- **2018年，受商品房结转数量同比增加推动，公司营收增加16.64%；同期公司实现归母净利润6.11亿元，同比增加0.84%。**根据公司2018年年报披露：2018年，公司完成商品房合同销售面积47.84万平，同比减少4.25%；合同销售金额67.13亿元，同比增加2.99%。截至报告期末，公司竣工在售、在建、拟建商品房总可售面积131.93万平，其中住宅111.71万平，商业20.22万平。公司年内新增商品房土地储备面积43.79万平，总计容建筑面积73.44万平。2018年，公司旅游地产通过提升旅游项目与周边住宅开发的联动效应，提升产品附加值。其中，苏州地区新苏州乐园配套项目包括遇见山、翡翠四季、大象山舍，截至报告期末累计销售面积24.21万平，销售金额46.08亿元；徐州地区徐州乐园配套项目包括万悦城、未来城，截至报告期末累计销售面积34.89万平，销售金额30.04亿元。2018年，公司旅游业务完成营收1.61亿元，接待游客127.17万人次。2018年，东菱振动实现营业收入3.57亿元，同比增长11.56%。截至报告期末，公司旗下的融联基金累计完成投资项目21个，投资金额2.802亿元，退出项目3个，参股的鑫湖股份已于2018年10月上市，另有2家被投资企业计划或已进入IPO进程。
- **根据公司2018年年报披露：2019年，公司商品房计划施工面积195.27万平，新开工面积106.91万平，计划新开工商品房项目为苏州工业园区3号地块及4号地块、滁州产业园项目、合肥中央公馆项目等。推进苏州乐园森林世界、徐州乐园欢乐世界建设，实现公司旅游产品的提档升级。**
- **投资建议。**确立“高新技术产业培育与投资运营商”战略，“优于大市”评级。公司立足“高新技术产业培育与投资运营商”的战略定位，重点布局创新地产、节能环保、战略新兴产业提档升级，加强非银金融与其他产业融合发展，通过高新技术产业投资逐步实现产业结构调整与布局，建立“创新地产+高新技术投资”双轮价值驱动的商业模式。我们预计公司2019、2020年EPS分别为0.62和0.77元，对应RNAV是14.85元。**我们参考创新转型类园区标的2019年平均动态估值**，给予公司2019年16-20倍动态PE，对应的合理价值区间为9.92-12.40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

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6242.49	7281.50	8927.60	11000.52	13490.99
(+/-)YoY(%)	11.80%	16.64%	22.61%	23.22%	22.64%
净利润(百万元)	606.26	611.33	715.00	891.19	1107.03
(+/-)YoY(%)	97.41%	0.84%	16.96%	24.64%	24.22%
全面摊薄EPS(元)	0.48	0.41	0.62	0.77	0.96
毛利率(%)	29.08%	34.10%	34.47%	34.46%	34.46%
净资产收益率(%)	8.19%	7.17%	7.93%	9.25%	10.60%

资料来源：公司年报(2017-2018)，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。公司2017-2018年EPS分别为0.48元和0.41元，是在当年归母净利润扣除当年永续债的年度利息的基础上测算出来的。具体解释详见表2注释。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

事件:

公司公布 2018 年年报。报告期内,公司实现营业收入 72.82 亿元,同比增加 16.64%;归属于上市公司股东的净利润 6.11 亿元,同比增加 0.84%;实现全面摊薄每股收益 0.41 元。

点评:

2018 年,受商品房结转数量同比增加推动,公司营收增加 16.64%;同期公司实现归母净利润 6.11 亿元,同比增加 0.84%。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2017	2018	Ppt	海通分析
毛利率	29.08	34.10	5.01	2018 年公司商品房结转毛利率较高
净利率	9.71	8.40	-1.32	
资产负债率	64.05	63.68	-0.37	2018 年公司负债水平下降
有息负债率	47.36	43.84	-3.52	
三项费用占收入比	12.12	9.36	-2.76	2018 年公司费用水平下降
ROE	8.19	7.17	-1.02	

(百万元)	2017	2018	YOY%	海通分析
总资产	26378.30	37067.16	40.52	2018 年公司资产规模增加
净资产	7404.75	8528.14	15.17	
货币现金	1816.22	2386.56	31.40	2018 年公司预售房款增加、合并范围扩大
预收账款	4402.13	7351.79	67.01	
一年内到期的非流动负债	1844.76	1217.86	-33.98	2018 年公司新增拍地,支付土地款增加
经营活动现金流净额	4145.91	-4496.00	-208.44	

资料来源: 2017 年年报、2018 年年报、海通证券研究所

根据公司 2018 年年报披露: 2018 年,公司完成商品房合同销售面积 47.84 万平,同比减少 4.25%;合同销售金额 67.13 亿元,同比增加 2.99%;结转商品房面积 50.35 万平,同比增加 43.41%。全年商品房项目施工面积 161.94 万平。截至报告期末,公司竣工在售、在建、拟建商品房总可售面积 131.93 万平,其中住宅 111.71 万平,商业 20.22 万平。公司年内新增商品房土地储备面积 43.79 万平,总计容建筑面积 73.44 万平。

2018 年,公司旅游地产通过提升旅游项目与周边住宅开发的联动效应,提升产品附加值。其中,苏州地区新苏州乐园配套项目包括遇见山、翡翠四季、大象山舍,截至报告期末累计销售面积 24.21 万平,销售金额 46.08 亿元;徐州地区徐州乐园配套项目包括万悦城、未来城,截至报告期末累计销售面积 34.89 万平,销售金额 30.04 亿元。2018 年,公司旅游业务完成营收 1.61 亿元,接待游客 127.17 万人次。2018 年,东菱振动实现营业收入 3.57 亿元,同比增长 11.56%。

2018 年,公司持有已上市的江苏银行 6685.76 万股,报告期内取得现金分红 1203.44 万元;持有拟上市的中新集团 5% 股份、金埔园林 5.68% 股份,华泰柏瑞基金 2% 股份,大盛银行 18.75% 股份。创投业务方面,公司持有苏高新创投集团 14.97% 股份,取得现金分红 3053.88 万元;持有融联基金 29.94% 份额。截至报告期末,融联基金累计完成投资项目 21 个,投资金额 2.802 亿元,退出项目 3 个,参股的蠡湖股份已于 2018 年 10 月上市,另有 2 家被投资企业计划或已进入 IPO 进程。

公司利润表分析如下:

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2017	2018	YOY%	海通分析
一、营业总收入	6242.49	7281.50	16.64	2018 年公司商品房结转数量同比增加
二、营业总成本	5455.87	6273.65	14.99	
营业成本	4426.97	4798.65	8.40	2018 年公司商品房结转毛利率较高
营业税金及附加	260.03	641.56	146.72	
销售费用	238.73	244.37	2.36	
管理费用	241.26	235.78	-2.27	
财务费用	276.73	201.27	-27.27	2018 年公司权益融资金额增加, 其利息支出不计入财务费用
资产减值损失	12.14	129.56	967.17	2018 年公司对逾期未收回的融资租赁投放计提资产减值损失; 根据商誉减值测试结果, 部分计提并购形成的商誉减值损失
投资净收益	-20.56	10.93	—	
三、营业利润	1309.41	1565.73	19.58	2018 年公司综合业务毛利率较高且费用水平下降
加: 营业外收入	7.53	13.66	81.56	
减: 营业外支出	5.70	33.49	487.33	
四、利润总额	1311.24	1545.91	17.90	2018 年公司综合业务毛利率较高且费用水平下降
减: 所得税	326.64	471.19	44.25	
五、净利润	984.60	1074.73	9.15	
减: 少数股东损益	378.34	463.39	22.48	2018 年公司少数股东损益占比较高
归属母公司净利润	606.26	611.33	0.84	
六、每股收益				
基本每股收益(元)	0.48	0.41	-14.97	

注: 公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.48 元和 0.41 元, 是在当年归母净利润扣除当年永续债的年度利息的基础上测算出来的, 由于公司 2017-2018 年年报中没有提供具体的当年永续债利息, 而是直接提供了扣除当年永续债的年度利息后的归母净利润—“分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润”数值, 参见公司 2018 年年报 P32 表《(二) 公司近三年(含报告期)的普通股股利分配方案或预案、资本公积金转增股本方案或预案》中, 2017-2018 年的“分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润”分别为 5.76 亿元和 4.89 亿元。后两者分别除以 2017-2018 年加权总股本可得到 2017-2018 年 EPS 分别为 0.48 元和 0.41 元。

资料来源: 2017 年年报、2018 年年报、海通证券研究所

根据公司 2018 年年报披露: 2019 年, 公司商品房计划施工面积 195.27 万平, 新开工面积 106.91 万平, 计划新开工商品房项目为苏州工业园区 3 号地块及 4 号地块、滁州产业园项目、合肥中央公馆项目等。推进苏州乐园森林世界、徐州乐园欢乐世界建设, 实现公司旅游产品的提档升级。

投资建议: 确立“高新技术产业培育与投资运营商”战略, “优于大市”评级。公司立足“高新技术产业培育与投资运营商”的战略定位, 重点布局创新地产、节能环保、战略新兴产业提档升级, 加强非银金融与其他产业融合发展, 通过高新技术产业投资逐步实现产业结构调整与布局, 建立“创新地产+高新技术投资”双轮价值驱动的商业模式。我们预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.62 和 0.77 元, 对应 RNAV 是 14.85 元。**我们参考创新转型类园区标的 2019 年平均动态估值, 给予公司 2019 年 16-20 倍动态 PE, 对应的合理价值区间为 9.92-12.40 元, 维持公司“优于大市”评级。**

表 3 创新类园区公司估值情况

公司名称	收盘价(2019.4.26) (元/股)	EPS(元/股)		PE (倍)	
		2018	2019E	2018	2019E
南京高科	10.86	0.78	0.87	13.92	12.48
张江高科	20.62	0.35	0.48	58.91	42.96
均值				36.42	27.72

注: 表中南京高科和张江高科 2019 年 EPS 预测值来自海通预测, 2018 年 EPS 来自各自上市公司年报。因海通地产组未撰写市北高新跟踪报告超过一年以上, 从而不再覆盖该对标公司。南京高科为创新类园区公司, 替换成为新的对标公司。

资料来源: 各上市公司 2018 年年报、Wind 资讯、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	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	7281.50	8927.60	11000.52	13490.99
每股收益	0.41	0.62	0.77	0.96	营业成本	4798.65	5850.62	7209.24	8841.54
每股净资产	7.41	7.83	8.37	9.07	毛利率%	34.10%	34.47%	34.46%	34.46%
每股经营现金流	-3.91	1.57	1.90	2.06	营业税金及附加	641.56	696.35	858.04	1052.30
每股股利	0.000	0.200	0.230	0.265	营业税金率%	8.81%	7.80%	7.80%	7.80%
价值评估 (倍)					营业费用	244.37	312.47	385.02	472.18
P/E	21.51	14.20	11.39	9.17	营业费用率%	3.36%	3.50%	3.50%	3.50%
P/B	1.19	1.13	1.05	0.97	管理费用	235.78	285.68	352.02	431.71
P/S	1.39	1.14	0.92	0.75	管理费用率%	3.24%	3.20%	3.20%	3.20%
EV/EBITDA	11.06	8.88	6.69	5.04	EBIT	1361.15	1782.47	2196.20	2693.26
股息率 (%)	0.00%	2.27%	2.61%	3.00%	财务费用	201.27	205.61	229.01	247.73
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.76%	2.30%	2.08%	1.84%
毛利率	34.10%	34.47%	34.46%	34.46%	资产减值损失	129.56	0.00	0.00	0.00
净利润率	14.76%	13.35%	13.50%	13.68%	投资收益	10.93	12.03	13.23	14.55
净资产收益率	7.17%	7.93%	9.25%	10.60%	营业利润	1565.73	1588.88	1980.42	2460.08
资产回报率	1.65%	2.03%	2.47%	2.87%	营业外收支	-19.82	0.00	0.00	0.00
投资回报率	5.31%	7.47%	9.10%	10.92%	利润总额	1545.91	1588.88	1980.42	2460.08
盈利增长 (%)					EBITDA	1522.05	1799.00	2235.12	2737.65
营业收入增长率	16.64%	22.61%	23.22%	22.64%	所得税	471.19	397.22	495.10	615.02
EBIT 增长率	26.56%	30.95%	23.21%	22.63%	有效所得税率%	30.48%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润增长率	9.15%	10.88%	24.64%	24.22%	少数股东损益	463.39	476.67	594.13	738.02
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	611.33	715.00	891.19	1107.03
资产负债率	63.7%	59.1%	56.7%	55.5%					
流动比率	1.93	2.22	2.37	2.38	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.74	1.07	1.44	1.69	货币资金	2386.56	3754.82	5172.28	6640.99
现金比率	1.86	2.93	4.03	5.18	应收款项	414.38	446.95	440.58	378.23
经营效率指标					存货	18396.01	13978.16	10525.34	8278.41
应收帐款周转天数	22.84	18.27	14.62	10.23	其它流动资产	1191.47	1548.91	1858.69	2230.43
存货周转天数	1086.05	868.84	529.99	339.20	流动资产合计	30001.01	27358.21	27397.74	29057.22
总资产周转率	0.23	0.25	0.31	0.36	长期股权投资	989.95	989.95	989.95	989.95
固定资产周转率	4.10	4.27	3.97	3.91	固定资产	1750.23	2450.23	3150.23	3850.23
					在建工程	1097.58	1097.58	1097.58	1097.58
					无形资产	1215.86	1229.92	1227.11	1224.33
					非流动资产合计	7066.15	7939.10	8742.03	9577.84
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	37067.16	35297.31	36139.77	38635.06
净利润	611.33	715.00	891.19	1107.03	短期借款	65.00	65.00	65.00	65.00
少数股东损益	463.39	476.67	594.13	738.02	应付账款	4005.55	2708.41	2336.15	2578.58
非现金支出	290.47	16.53	38.92	44.39	预收账款	7351.79	5408.27	4664.82	4576.73
非经营收益	-423.09	18.18	87.99	67.05	其它流动负债	130.90	65.45	52.36	41.89
营运资金变动	-5438.11	584.19	578.88	416.44	流动负债合计	15521.75	12324.32	11559.81	12206.73
经营活动现金流	-4496.00	1810.56	2191.10	2372.94	长期借款	3664.13	4164.13	4564.13	4884.13
资产	188.85	-714.07	-714.07	-714.07	其它长期负债	4416.73	4382.90	4369.36	4357.18
投资	437.23	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	8080.86	8547.02	8933.49	9241.31
其他	85.08	-12.03	-13.23	-14.55	负债总计	23602.60	20871.34	20493.29	21448.04
投资活动现金流	711.16	-726.09	-727.30	-728.62	实收资本	1151.29	1151.29	1151.29	1151.29
债权募资	4377.76	466.16	386.47	307.82	普通股股东权益	8528.14	9012.87	9639.26	10441.78
股权募资	687.50	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	4936.43	5413.09	6007.22	6745.24
其他	-1032.66	-206.43	-459.27	-512.53	负债和所有者权益合计	37067.16	35297.31	36139.77	38635.06
融资活动现金流	4032.60	259.74	-72.81	-204.71					
现金净流量	247.76	1344.21	1391.00	1439.61					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日。公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.48 元和 0.41 元, 是在当年归母净利润扣除当年永续债的年度利息的基础上测算出来的。具体解释详见表 2 注释。

资料来源: 公司年报 (2018), 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：我爱我家,中国恒大,浦东金桥,新湖中宝,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,世茂股份,国创高新,光明地产,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,中国海外发展,招商蛇口,金融街,蓝光发展,龙湖集团,融创中国,金地集团,外高桥,天保基建,融信中国,北辰实业,电子城,张江高科

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。