

地产存量稳健消化，战略转型持续推进


东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **地产存量稳健消化，预期 3 年完成结算。**公司发布 2019 年第三季度报告，前三季度实现营收 17.6 亿元，同比下滑 30.15%，实现归母净利润 5.8 亿元，同比下滑 37.1%，实现扣非净利润 4.9 亿元，同比下滑 44.6%。单三季度实现营收 1.3 亿元，同比下滑 13.3%。截止 Q3，公司累计签约面积为 1.6 万方，累计签约金额为 3.9 亿元。公司已无新增土地储备，按目前剩余可售面积计算，我们预计 3 年内公司将完成所有地产存量销售，实现战略转型平稳过渡。2019 年前三季度毛利率为 47.7%，较去年同期下降 8.6 个百分点；归母净利率 33%，较去年同期下降 3.7 个百分点。
- **凯世通入选“科技创新行动计划”，战略转型持续推进。**近期上海市科学技术委员会发布 2019 年度“科技创新行动计划”，凯世通半导体的“高能离子注入机关键技术研究及样机验证”项目被证实列入集成电路领域立项清单。我们认为，这表示了凯世通的技术已经成为突破我国集成电路装备瓶颈的重要力量，万业的战略转型达到了新的高度。目前凯世通光伏离子注入机新产品已成功下线，集成电路离子注入机研发也正在加速。同时，公司作为上海半导体装备材料基金的主要股东之一，通过该基金先后增资了紫光控股、精测电子、长川科技、飞凯材料等集成电路装备和材料公司，密集的投资也将助力公司持续深化战略转型。
- **“新三驾马车”快速推动半导体领域发展。**公司未来将通过三个方向快速发展半导体业务，一是对凯世通持续投入研发，二是通过上海装备基金积极投资优质资产，三是设立半导体产业园区推动“集成装备+地方”的模式创新。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，维持目标价 16.6 元。**我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.83/0.92/1.19 元，根据可比公司估值水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 19 年的 20 倍，维持目标价 16.6 元，维持买入评级。

风险提示

- 地产销售低于预期。
- 凯世通销售低于预期。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,096	2,679	1,761	1,875	2,064
同比增长(%)	-34.3%	27.8%	-34.3%	6.5%	10.1%
营业利润(百万元)	2,229	1,301	892	981	1,273
同比增长(%)	144.0%	-41.7%	-31.4%	10.0%	29.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,699	972	673	740	960
同比增长(%)	136.5%	-42.8%	-30.8%	10.1%	29.6%
每股收益(元)	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
毛利率(%)	63.0%	55.0%	55.4%	57.9%	59.3%
净利率(%)	81.0%	36.3%	38.2%	39.5%	46.5%
净资产收益率(%)	33.2%	16.1%	10.3%	10.3%	11.9%
市盈率	5.9	10.4	15.0	13.6	10.5
市净率	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

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10月29日)	12.49元
目标价格	16.6元
52周最高价/最低价	14/8.55元
总股本/流通A股(万股)	80,616/80,616
A股市值(百万元)	10,069
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2019年10月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.7	-8.23	13.03	46.08
相对表现	4.07	9.72	-11.58	-19
沪深300	0.37	1.49	1.45	27.08



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

陈宇哲

021-63325888*3139

chenyuzhe@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860516120001

相关报告

上海装备基金入股长川股份，投资能力与平台优势尽显：	2019-09-24
间接参与收购紫光股权，借力海外上市平台加速转型：	2019-09-19
房地产业务发展平稳，公司持续深化战略转	2019-08-29

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。 型：

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利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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申明。

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	3,674	4,225	2,642	3,407	4,403	营业收入	2,096	2,679	1,761	1,875	2,064
应收账款	1	57	38	40	44	营业成本	775	1,205	786	789	839
预付账款	16	9	6	6	7	营业税金及附加	177	196	172	161	80
存货	2,159	1,361	888	891	948	营业费用	36	31	34	37	20
其他	2,357	968	3,340	3,343	3,347	管理费用	83	94	72	84	73
流动资产合计	8,207	6,621	6,913	7,687	8,749	财务费用	(73)	(118)	(154)	(135)	(176)
长期股权投资	8	8	8	8	8	资产减值损失	5	4	(4)	(1)	(1)
固定资产	3	68	59	53	47	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	22	22	22	22	投资净收益	1,134	32	36	39	43
无形资产	1	53	50	46	42	其他	(0)	2	2	2	2
其他	597	1,239	1,139	1,139	1,139	营业利润	2,229	1,301	892	981	1,273
非流动资产合计	608	1,391	1,277	1,267	1,258	营业外收入	1	6	7	8	9
资产总计	8,815	8,011	8,191	8,955	10,007	营业外支出	0	1	2	2	2
短期借款	0	2	27	2	2	利润总额	2,230	1,305	897	987	1,280
应付账款	394	280	183	183	195	所得税	531	333	224	247	320
其他	2,523	1,441	1,050	1,099	1,179	净利润	1,699	973	673	740	960
流动负债合计	2,917	1,723	1,260	1,284	1,376	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,699	972	673	740	960
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
其他	26	107	77	77	77	主要财务比率					
非流动负债合计	26	107	77	77	77		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,943	1,831	1,337	1,361	1,453	成长能力					
少数股东权益	0	2	2	2	2	营业收入	-34.3%	27.8%	-34.3%	6.5%	10.1%
股本	806	806	806	806	806	营业利润	144.0%	-41.7%	-31.4%	10.0%	29.7%
资本公积	191	46	46	46	46	归属于母公司净利润	136.5%	-42.8%	-30.8%	10.1%	29.6%
留存收益	4,811	5,273	5,946	6,687	7,646	获利能力					
其他	63	53	53	53	53	毛利率	63.0%	55.0%	55.4%	57.9%	59.3%
股东权益合计	5,872	6,181	6,854	7,594	8,554	净利率	81.0%	36.3%	38.2%	39.5%	46.5%
负债和股东权益总计	8,815	8,011	8,191	8,955	10,007	ROE	33.2%	16.1%	10.3%	10.3%	11.9%
现金流量表						ROIC	32.1%	14.6%	8.5%	8.8%	10.2%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	1,699	973	673	740	960	资产负债率	33.4%	22.8%	16.3%	15.2%	14.5%
折旧摊销	0	8	14	11	11	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(73)	(118)	(154)	(135)	(176)	流动比率	2.81	3.84	5.48	5.99	6.36
投资损失	(1,134)	(32)	(36)	(39)	(43)	速动比率	2.07	3.05	4.78	5.29	5.67
营运资金变动	(334)	910	32	40	25	营运能力					
其它	573	(1,177)	64	(1)	(1)	应收账款周转率	2,800.1	81.4	32.8	42.7	43.4
经营活动现金流	730	563	593	617	777	存货周转率	0.3	0.7	0.7	0.9	0.9
资本支出	(3)	(155)	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
长期投资	(316)	(433)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	587	1,246	(2,356)	39	43	每股收益	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
投资活动现金流	268	657	(2,356)	39	43	每股经营现金流	0.91	0.70	0.74	0.77	0.96
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	7.29	7.67	8.50	9.42	10.61
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	(218)	(663)	179	110	176	市盈率	5.9	10.4	15.0	13.6	10.5
筹资活动现金流	(218)	(663)	179	110	176	市净率	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
汇率变动影响	0	(1)	0	0	0	EV/EBITDA	2.2	3.9	6.2	5.5	4.2
现金净增加额	780	556	(1,583)	765	996	EV/EBIT	2.2	4.0	6.3	5.5	4.3

资料来源：东方证券研究所

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

