

销售动能不减，央企股东背景拿地优势尽显

事件

- 公司公告 4 月销售及拿地情况。4 月实现销售金额、销售面积分别为 104.0 亿元、61.4 万方，同比分别增长 32.8%、18.8%。公司 1-4 月累计实现销售金额、销售面积分别为 417.0 亿元、210.2 万方，同比分别增长 21.4%、11.3%。

核心观点

- 淡季不淡，单月销售金额维持百亿以上规模。**公司在 4 月这样传统的房地产销售淡季仍交出了非常不错的销售业绩，单月销售金额 104 亿元，同比增长 33%，今年以来除了 2 月受到春节影响外，其余单月销售金额均维持在百亿以上规模。公司 2018 年 1-4 月累计销售金额达 417 亿元，同比增长 21%，增速远高于行业平均水平。随着 5、6 月份销售旺季到来，公司推货量也将随之增加，预计上半年有望维持 20% 以上的销售增速。
- 维持公开市场拿地强度，央企股东背景拿地优势尽显。**公司 4 月拿地金额为 53.8 亿元，环比增长 13%，同比增长 1744%，投资销售强度为 52%，在公开市场维持了较高拿地强度。公司 2018 年 1-4 月累计土地投资金额为 348 亿元，同比增长 62%。此外，公司在 5 月 7 日公告了收购招商漳州 78% 股权的具体方案，充分彰显了其作为央企平台在土地资源整合方面的巨大优势。招商漳州目前土地储备总建面约 760 万方，预计将从明年起开始为公司贡献业绩。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级，目标价为 27.30 元。**我们预测公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.95/2.43/3.02 元。可比公司 2018 年 PE 为 11X，考虑公司在粤港澳大湾区资源储备丰富，是粤港澳大湾区城市圈规划推进的直接受益标的，给予公司相较可比公司 30% 的溢价，对应 2018 年 14X 的 PE，对应目标价 27.30 元。

风险提示

- 房地产销售不达预期。
- 前海蛇口片区业务发展不达预期。

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	63,573	75,455	93,436	112,859	168,598
同比增长	29.2%	18.7%	23.8%	20.8%	49.4%
营业利润（百万元）	16,338	20,752	25,198	31,407	39,011
同比增长	62.9%	27.0%	21.4%	24.6%	24.2%
归属母公司净利润（百万元）	9,581	12,220	15,448	19,239	23,882
同比增长	97.5%	27.5%	26.4%	24.5%	24.1%
每股收益（元）	1.21	1.55	1.95	2.43	3.02
毛利率	34.5%	37.7%	45.5%	47.0%	39.7%
净利率	15.1%	16.2%	16.5%	17.0%	14.2%
净资产收益率	18.6%	19.6%	20.3%	21.1%	22.2%
市盈率（倍）	17.3	13.6	10.7	8.6	6.9
市净率（倍）	2.9	2.4	2.0	1.7	1.4

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018 年 05 月 09 日）	22.56 元
目标价格	27.30 元
52 周最高价/最低价	27.38/17.84 元
总股本/流通 A 股（万股）	790,409/189,965
A 股市值（百万元）	178,316
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2018 年 05 月 10 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	3.5	5.7	6.9	25.1
相对表现 (%)	0.6	5.2	6.1	9.6
沪深 300 (%)	2.9	0.5	0.8	15.5



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

联系人 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
董博
dongbo1@orientsec.com.cn

相关报告

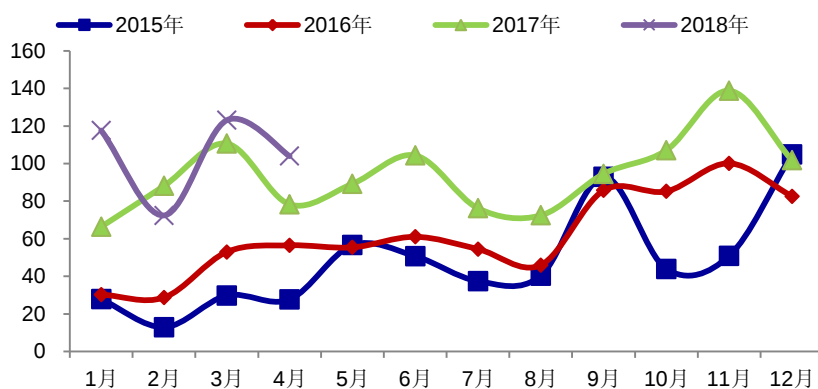
业绩与规模齐飞，产业新城发展进入快车道	2018-03-27
销售持续增长，拿地强势发力	2018-03-11
单月销售破百亿，奠定全年高增基调	2018-02-10

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。

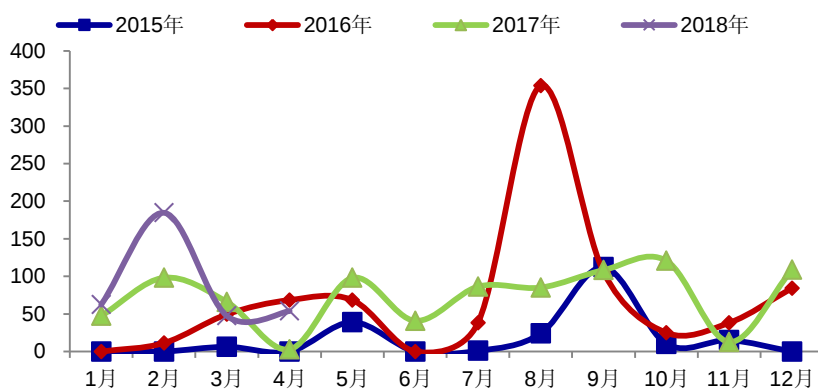
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 1：公司 2015–2018 年月度销售金额情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：公司 2015–2018 年月度土地投资金额情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	45,603	45,278	53,259	64,330	96,101	营业收入	63,573	75,455	93,436	112,859	168,598
应收账款	227	220	272	329	491	营业成本	41,617	47,039	50,958	59,803	101,627
预付账款	12,468	5,792	7,173	8,664	12,942	营业税金及附加	6,171	6,673	12,125	14,697	19,514
存货	114,187	164,233	152,874	179,408	304,881	营业费用	1,160	1,468	2,771	3,055	2,516
其他	38,467	71,063	45,032	52,802	75,098	管理费用	1,066	1,282	2,309	2,546	2,097
流动资产合计	210,952	286,585	258,610	305,532	489,514	财务费用	1,418	836	1,944	2,712	5,635
长期股权投资	2,952	8,264	2,849	2,849	2,849	资产减值损失	(51)	331	(15)	0	0
固定资产	2,624	2,839	3,449	4,337	5,489	公允价值变动收益	(57)	(14)	0	0	0
在建工程	372	221	1,893	2,731	3,557	投资净收益	4,203	2,910	1,823	1,331	1,771
无形资产	494	465	448	430	412	其他	0	30	30	30	30
其他	33,337	34,247	28,157	28,034	27,911	营业利润	16,338	20,752	25,198	31,407	39,011
非流动资产合计	39,780	46,036	36,795	38,380	40,217	营业外收入	219	158	200	200	200
资产总计	250,732	332,621	295,405	343,912	529,731	营业外支出	78	176	100	100	100
短期借款	4,444	16,768	22,789	52,824	194,917	利润总额	16,480	20,734	25,298	31,507	39,111
应付账款	18,130	21,769	23,582	27,675	47,031	所得税	4,293	5,725	6,324	7,877	9,778
其他	98,214	128,773	65,198	65,421	66,476	净利润	12,187	15,009	18,973	23,630	29,333
流动负债合计	120,788	167,310	111,569	145,921	308,424	少数股东损益	2,605	2,789	3,526	4,391	5,451
长期借款	38,285	60,697	60,697	60,697	60,697	归属于母公司净利润	9,581	12,220	15,448	19,239	23,882
应付债券	8,133	8,398	8,327	3,233	3,233	每股收益（元）	1.21	1.55	1.95	2.43	3.02
其他	5,700	3,434	3,057	3,057	3,057						
非流动负债合计	52,118	72,529	72,080	66,986	66,986						
负债合计	172,906	239,838	183,649	212,907	375,410						
少数股东权益	21,395	24,415	27,940	32,331	37,782						
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904						
资本公积	19,754	19,714	19,714	19,714	19,714						
留存收益	27,796	36,064	51,512	66,370	84,235						
其他	977	4,686	4,686	4,686	4,686						
股东权益合计	77,826	92,783	111,756	131,005	154,321						
负债和股东权益	250,732	332,621	295,405	343,912	529,731						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	12,187	15,009	18,973	23,630	29,333	成长能力					
折旧摊销	297	279	357	423	513	营业收入	29.2%	18.7%	23.8%	20.8%	49.4%
财务费用	1,418	836	1,944	2,712	5,635	营业利润	62.9%	27.0%	21.4%	24.6%	24.2%
投资损失	(4,203)	(2,910)	(1,823)	(1,331)	(1,771)	归属于母公司净利润	97.5%	27.5%	26.4%	24.5%	24.1%
营运资金变动	(7,623)	(43,827)	(18,300)	(31,535)	(131,802)	获利能力					
其它	(14,790)	25,905	5,575	0	0	毛利率	34.5%	37.7%	45.5%	47.0%	39.7%
经营活动现金流	(12,715)	(4,709)	6,725	(6,101)	(98,091)	净利率	15.1%	16.2%	16.5%	17.0%	14.2%
资本支出	(182)	(259)	(2,484)	(2,008)	(2,350)	ROE	18.6%	19.6%	20.3%	21.1%	22.2%
长期投资	(14,547)	(7,371)	5,415	0	0	ROIC	10.6%	9.5%	10.2%	11.1%	10.0%
其他	20,212	(25,027)	2,931	1,331	1,771	偿债能力					
投资活动现金流	5,483	(32,657)	5,862	(677)	(579)	资产负债率	69.0%	72.1%	62.2%	61.9%	70.9%
债权融资	10,487	23,457	(8,684)	(5,093)	1	净负债率	18.4%	58.4%	39.0%	43.8%	108.7%
股权融资	2,083	(39)	0	0	0	流动比率	1.75	1.71	2.32	2.09	1.59
其他	(814)	10,366	4,077	22,942	130,440	速动比率	0.80	0.73	0.95	0.86	0.60
筹资活动现金流	11,756	33,783	(4,607)	17,849	130,441	营运能力					
汇率变动影响	428	(298)	0	0	0	应收账款周转率	392.5	337.6	379.6	375.3	411.0
现金净增加额	4,952	(3,881)	7,981	11,071	31,771	存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4

每股指标（元）						估值比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.21	1.55	1.95	2.43	3.02	市盈率	17.3	13.6	10.7	8.6	6.9
每股经营现金流	-1.61	-0.60	0.85	-0.77	-12.41	市净率	2.9	2.4	2.0	1.7	1.4
每股净资产	7.14	8.65	10.60	12.48	14.74	EV/EBITDA	10.6	8.8	7.0	5.6	4.3
						EV/EBIT	10.8	8.9	7.1	5.6	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

