

销售持续领先同业，土地投资趋于审慎



事件

- 公司公告 11 月销售及拿地情况。11 月实现销售金额 172.3 亿元，同比增长 7%；实现销售面积 145.1 万方，同比增长 17%。

核心观点

- 累计销售金额近 2000 亿元，同比增速遥遥领先。**在市场整体去化情况持续恶化的背景下，公司仍然实现了不错的销售成绩，单月销售金额 172.3 亿元，同比增长 7%，单月增速下滑主要是由于去年同期基数较高。公司 1-11 月累计销售金额 1986 亿元，同比增速 89%，增速远高于同期 TOP10 公司 28% 的增速。从销售面积来看，公司单月及累计销售面积增速分别为 17%、106%。公司在 10 月底就已完成了全年 1800 亿元的销售目标，考虑到 12 月充足的推货量，今年公司全年销售金额有望冲击 2200 亿元，进一步巩固前十的排名。
- 维持审慎土地投资策略，拿地均价进一步下降。**公司 11 月全口径拿地金额为 40.6 亿元，土地投资强度（拿地金额/当月销售金额）为 24%，投资强度环比持续下降。1-11 月累计土地投资强度 31%，公司土地投资策略较去年发生明显的变化，投资端愈发审慎。审慎的策略也体现在拿地均价上，公司 11 月拿地均价仅 1932 元/平，较前 11 月累计拿地均价 2797 元/平更低，为项目留足了利润率空间。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级，维持目标价 34.40 元。**考虑高速增长的销售规模带来可结算资源的增加，我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 4.30/5.83/7.98 元。可比公司 2018 年 PE 估值为 7X，考虑到公司远高于行业平均的业绩增速及丰富的土地储备我们给予公司 20% 的估值溢价，对应 2018 年 PE 倍数为 8X，对应目标价 34.40 元。

风险提示

- 房地产销售规模不及预期。布局城市调控政策力度超预期。
- 土地储备的拓展不及预期。
- 公允价值变动损益不及预测值。

公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	27,969	40,526	64,200	94,777	136,356
同比增长	18.7%	44.9%	58.4%	47.6%	43.9%
营业利润 (百万元)	4,232	8,360	13,408	18,203	24,904
同比增长	29.3%	97.5%	60.4%	35.8%	36.8%
归属母公司净利润 (百万元)	3,019	6,029	9,706	13,169	18,008
同比增长	64.4%	99.7%	61.0%	35.7%	36.7%
每股收益 (元)	1.34	2.67	4.30	5.83	7.98
毛利率	27.9%	35.6%	34.3%	34.0%	34.7%
净利率	10.8%	14.9%	15.1%	13.9%	13.2%
净资产收益率	22.4%	34.0%	38.0%	36.5%	36.5%
市盈率 (倍)	18.2	9.1	5.7	4.2	3.1
市净率 (倍)	3.7	2.7	1.8	1.3	1.0

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 (2018 年 12 月 05 日)	26.24 元
目标价格	34.40 元
52 周最高价/最低价	44.92/19.89 元
总股本/流通 A 股 (万股)	225,672/223,524
A 股市值 (百万元)	59,216
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2018 年 12 月 05 日

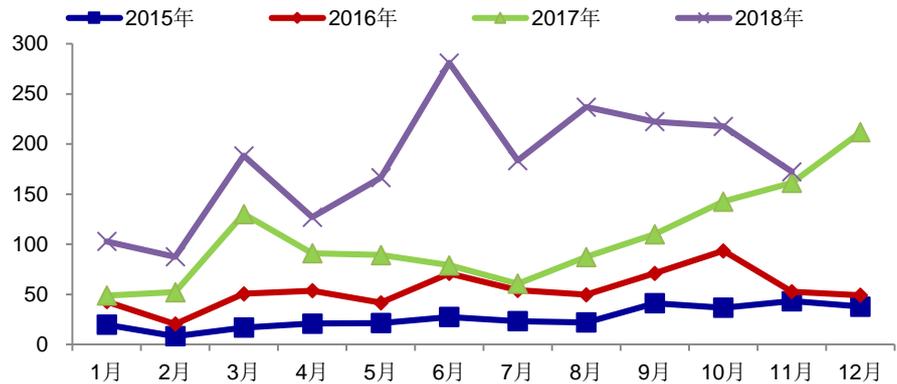
股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-3.7	5.6	2.9	0.3
相对表现 (%)	-6.0	5.9	4.3	19.8
沪深 300 (%)	2.3	-0.3	-1.4	-19.5



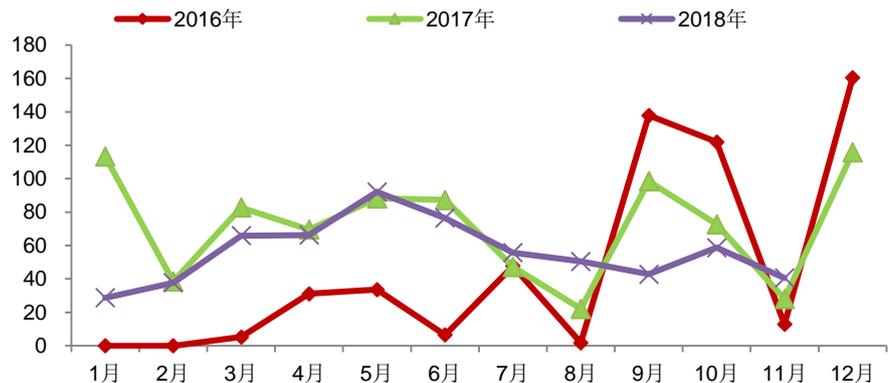
资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	竺劲
	021-63325888*6084
	zhujing1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860514060003
	房诚琦
	021-63325888*6202
	fangchengqi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860518070003

相关报告	
灵活调整投资节奏，结算毛利率创新高	2018-10-28
销售维持 100% 以上增速，拿地强度略有下降	2018-10-14
业绩增速再上台阶，融资拿地现蓝筹风采	2018-08-25

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 2016–2018 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

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格（元）					每股收益（元）					市盈率			
		2018/12/5	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
万科 A	000002.SZ	25.30	2.54	3.24	4.00	4.91	9	7	5	4					
保利地产	600048.SH	12.73	1.32	1.69	2.11	2.61	9	7	5	4					
招商蛇口	001979.SZ	18.44	1.55	1.99	2.45	3.01	11	8	7	6					
金科股份	000656.SZ	5.91	0.38	0.48	0.62	0.78	13	10	8	6					
阳光城	000671.SZ	5.65	0.51	0.78	1.11	1.45	10	7	5	4					
首开股份	600376.SH	6.79	0.92	1.00	1.16	1.30	7	6	5	5					
	最大值						13	10	8	6					

	最小值						7	6	5	4
	平均数						10	8	6	5
	调整后平均						10	7	6	5

数据来源：Wind，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	13,401	21,947	16,050	23,694	34,089	营业收入	27,969	40,526	64,200	94,777	136,356
应收账款	26	69	61	113	175	营业成本	20,174	26,115	42,155	62,558	89,095
预付账款	7,481	10,263	17,386	25,006	35,811	营业税金及附加	1,742	3,266	5,459	7,946	11,490
存货	39,493	76,379	95,264	148,932	224,675	营业费用	1,032	1,776	2,809	4,146	5,965
其他	19,774	32,995	49,674	71,190	100,461	管理费用	1,270	1,983	2,812	4,152	5,973
流动资产合计	80,174	141,653	178,435	268,935	395,211	财务费用	272	447	974	2,058	4,154
长期股权投资	4,550	13,387	13,387	13,387	13,387	资产减值损失	0	30	65	169	238
固定资产	1,886	2,183	2,074	1,965	1,856	公允价值变动收益	594	911	1,430	1,721	2,071
在建工程	0	0	1,230	2,462	3,694	投资净收益	160	539	2,050	2,732	3,390
无形资产	93	95	100	104	105	其他	0	2	2	2	2
其他	16,468	26,208	34,270	41,190	49,499	营业利润	4,232	8,360	13,408	18,203	24,904
非流动资产合计	22,996	41,873	51,062	59,107	68,541	营业外收入	95	38	53	53	53
资产总计	103,171	183,527	229,497	328,042	463,752	营业外支出	37	27	24	24	24
短期借款	779	750	13,203	49,335	110,362	利润总额	4,290	8,371	13,437	18,233	24,933
应付账款	12,108	19,528	28,293	42,103	62,127	所得税	1,134	2,110	3,359	4,558	6,233
其他	58,186	110,199	126,334	163,190	201,766	净利润	3,156	6,260	10,078	13,674	18,700
流动负债合计	71,072	130,476	167,831	254,627	374,255	少数股东损益	137	231	373	506	691
长期借款	4,857	10,581	10,596	10,612	10,628	归属于母公司净利润	3,019	6,029	9,706	13,169	18,008
应付债券	9,786	14,857	14,857	14,857	14,857	每股收益 (元)	1.34	2.67	4.30	5.83	7.98
其他	1,087	1,630	0	0	0						
非流动负债合计	15,730	27,069	25,454	25,470	25,485						
负债合计	86,803	157,545	193,284	280,097	399,740						
少数股东权益	1,514	5,358	5,731	6,236	6,928						
股本	2,259	2,258	2,258	2,258	2,258						
资本公积	2,305	2,467	2,620	2,620	2,620						
留存收益	10,288	15,571	25,277	36,505	51,879						
其他	2	327	327	327	327						
股东权益合计	16,368	25,982	36,213	47,946	64,012						
负债和股东权益	103,171	183,527	229,497	328,042	463,752						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	3,156	6,260	10,078	13,674	18,700
折旧摊销	149	176	151	123	125
财务费用	272	447	974	2,058	4,154
投资损失	(160)	(539)	(2,050)	(2,732)	(3,390)
营运资金变动	893	631	(17,843)	(32,360)	(57,519)
其它	3,787	(17,461)	(485)	(1,552)	(1,833)
经营活动现金流	8,097	(10,485)	(9,175)	(20,788)	(39,763)
资本支出	(65)	(432)	(1,248)	(1,249)	(1,250)
长期投资	(5,072)	(18,858)	(10,449)	(6,920)	(8,309)
其他	(3,570)	19,535	3,480	4,454	5,461
投资活动现金流	(8,707)	244	(8,217)	(3,715)	(4,098)
债权融资	9,558	16,680	16	16	16
股权融资	195	49	0	0	0
其他	(3,114)	2,242	11,479	32,132	54,239
筹资活动现金流	6,639	18,970	11,495	32,148	54,255
汇率变动影响	1	1	0	0	0
现金净增加额	6,030	8,731	(5,897)	7,644	10,395

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	18.7%	44.9%	58.4%	47.6%	43.9%
营业利润	29.3%	97.5%	60.4%	35.8%	36.8%
归属于母公司净利润	64.4%	99.7%	61.0%	35.7%	36.7%
获利能力					
毛利率	27.9%	35.6%	34.3%	34.0%	34.7%
净利率	10.8%	14.9%	15.1%	13.9%	13.2%
ROE	22.4%	34.0%	38.0%	36.5%	36.5%
ROIC	10.3%	12.8%	14.2%	13.7%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	84.1%	85.8%	84.2%	85.4%	86.2%
净负债率	52.3%	63.3%	96.1%	132.0%	178.0%
流动比率	1.13	1.09	1.06	1.06	1.06
速动比率	0.57	0.50	0.49	0.47	0.45
营运能力					
应收账款周转率	1,774.8	855.1	986.5	1,086.8	946.9
存货周转率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)					
每股收益	1.34	2.67	4.30	5.83	7.98
每股经营现金流	3.59	-4.65	-4.07	-9.21	-17.62
每股净资产	6.58	9.14	13.51	18.48	25.29
估值比率					
市盈率	18.2	9.1	5.7	4.2	3.1
市净率	3.7	2.7	1.8	1.3	1.0
EV/EBITDA	10.2	5.3	3.3	2.3	1.6
EV/EBIT	10.6	5.4	3.3	2.4	1.6

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

