

房地产销售结算双好，物管和新能源业务跨越式发展



核心观点

- **收入大增，盈利能力显著提升，驱动业绩高速增长。**公司 2019 年上半年实现营业收入 261.1 亿元，同比增长 67.9%，归母净利润 25.9 亿元，同比增长 288.5%。业绩高速增长的原因主要是由于房地产结转增加和利润率的改善。上半年毛利率和归母净利率分别为 30.3%和 12.1%，较去年同期分别提升 7.8 和 7.0 个百分点。三项费用率为 10.2%，同比下降 2.7 个百分点，其中管理费用率和销售费用率分别下降 0.3 和 1.4 个百分点。由于少数股东损益占比较去年同期提升 2.3 个百分点至 18.2%，所以归母净利率提升幅度略低于净利率。上半年归母净利率为 9.9%，同比提升 5.6 个百分点。
- **销售金额保持快速增长，拿地积极保证货值充裕。**公司上半年实现销售金额 814 亿元，同比增长 36%。销售规模的快速扩张受益于量价齐升。销售面积 839 万平方米，同比增长 20%，销售均价 9702 元/平方米，同比增长 16.4%。土地投资方面，公司上半年拿地金额 423 亿元，同比增长 56.7%。投资强度（拿地金额/销售金额）为 52.0%，较 2018 年全年下降 7 个百分点。公司现有可售面积约 5600 万平方米，按照上半年销售均价计算，对应货值 5433 亿元，足以支撑公司持续增长。
- **物业管理和新能源板块收入大幅提升，利润实现翻倍式增长。**2019 年上半年，物业板块新增合同管理面积 3500 万平方米，累计合同管理面积达 2.39 亿平方米。公司物业板块上半年实现营业收入 12.02 亿元，同比增长 84%，净利润 1.59 亿元，同比增长 260%。新能源业务实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 90%，净利润 6538 万元，同比增长 165%。

财务预测与投资建议：

- **维持增持评级，目标价 8.91 元。**我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.99/1.32/1.72 元。可比公司 2019 年 PE 估值为 9X，我们给予公司 2019 年 PE 倍数 9X，对应目标价 8.91 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。
- 房地产融资环境收紧超预期。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34,758	41,234	60,172	77,536	96,351
同比增长(%)	7.8%	18.6%	45.9%	28.9%	24.3%
营业利润(百万元)	3,036	5,339	7,401	9,829	12,736
同比增长(%)	34.5%	75.9%	38.6%	32.8%	29.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,005	3,886	5,309	7,062	9,159
同比增长(%)	43.7%	93.8%	36.6%	33.0%	29.7%
每股收益(元)	0.38	0.73	0.99	1.32	1.72
毛利率(%)	21.3%	28.6%	27.4%	27.8%	28.8%
净利率(%)	5.8%	9.4%	8.8%	9.1%	9.5%
净资产收益率(%)	10.1%	18.1%	22.7%	27.9%	31.5%
市盈率	20.3	10.5	7.7	5.8	4.4
市净率	2.1	1.8	1.7	1.5	1.3

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08月13日)	6.09 元				
目标价格	8.91 元				
52周最高价/最低价	8.19/4.74 元				
总股本/流通A股(万股)	533,972/524,724				
A股市值(百万元)	32,519				
国家/地区	中国				
行业	房地产				
报告发布日期	2019年08月13日				

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.4	-5.73	-6.88	19.18
相对表现	-2.76	2.85	6.04	-10.54
沪深300	.64	-2.88	-.84	8.64



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

联系人	孙天一
	021-63325888-4037
	suntianyi1@orientsec.com.cn
联系人	马晓东

相关报告	
预计业绩翻倍增长，西南龙头尽显成长风采：	2019-07-07
毛利提升推动业绩高增，投资聚焦一二线城市：	2019-04-22
业绩高速增长，销售强势扩张：	2018-09-01

目 录

盈利能力显著改善，业绩增速领跑行业	4
销售金额快速增长，货值充裕未来增长无虞	4
多元业务表现亮眼，四位一体战略成效初显	5
盈利预测与投资建议	6
盈利预测：2019-2021 年 EPS 分别为 0.99/1.32/1.72 元	6
投资建议：维持买入评级，目标价 8.91 元	6
风险提示	6

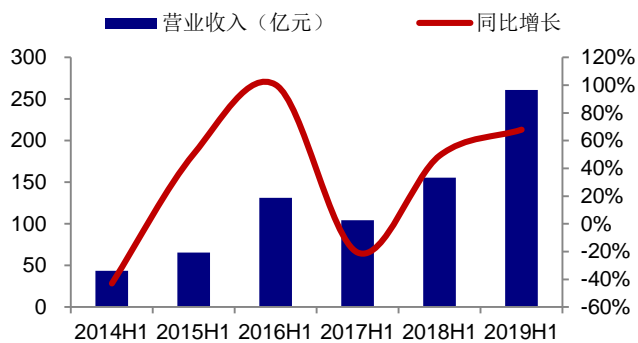
图表目录

图 1：上半年营业收入 261.1 亿元，同比增长 67.9%	4
图 2：上半年归母净利润 25.9 亿元，同比增长 288.5%.....	4
图 3：毛利率提升、三项费用率下降.....	4
图 4：归母净利率改善幅度低于净利率	4
图 5：上半年销售金额 814 亿元，同比增长 36%	5
图 6：公司销售均价持续提升	5
图 7：上半年拿地 423 亿元，投资强度 52.0%	5
图 8：公司杠杆率有所提升	5

盈利能力显著改善，业绩增速领跑行业

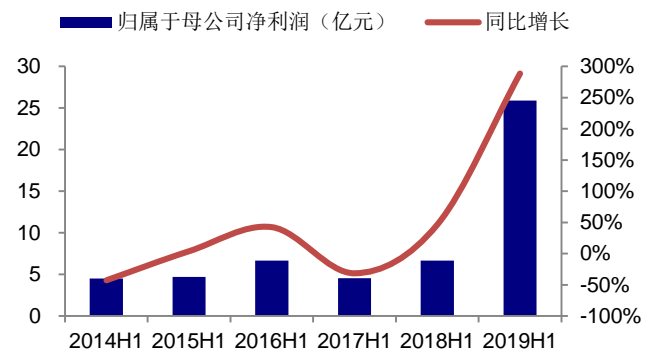
收入大增，盈利能力显著提升，驱动业绩高速增长。公司 2019 年上半年实现营业收入 261.1 亿元，同比增长 67.9%，归母净利润 25.9 亿元，同比增长 288.5%。业绩高速增长的原因主要是由于房地产结转增加和利润率的改善。上半年毛利率和归母净利率分别为 30.3%和 12.1%，较去年同期分别提升 7.8 和 7.0 个百分点。三项费用率为 10.2%，同比下降 2.7 个百分点，其中管理费用率和销售费用率分别下降 0.3 和 1.4 个百分点。由于少数股东损益占比较去年同期提升 2.3 个百分点至 18.2%，所以归母净利率提升幅度略低于净利率。上半年归母净利率为 9.9%，同比提升 5.6 个百分点。

图 1：上半年营业收入 261.1 亿元，同比增长 67.9%



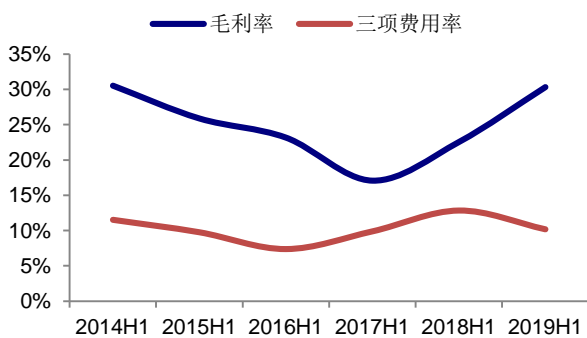
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：上半年归母净利润 25.9 亿元，同比增长 288.5%



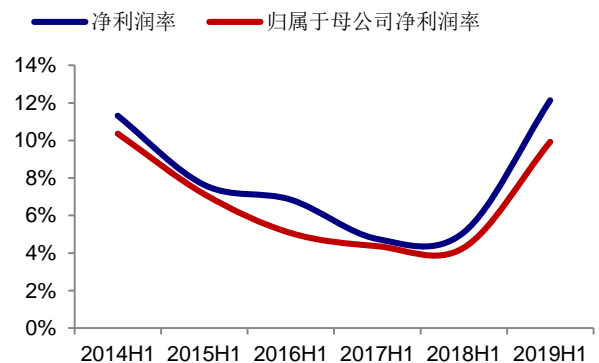
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：毛利率提升、三项费用率下降



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：归母净利率改善幅度低于净利率



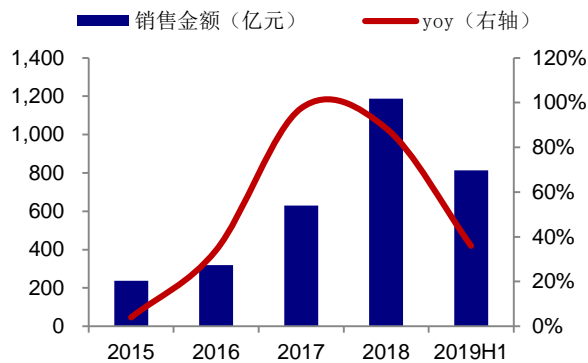
数据来源：公司公告、东方证券研究所

销售金额快速增长，货值充裕未来增长无虞

销售金额保持快速增长，拿地积极保证货值充裕。公司上半年实现销售金额 814 亿元，同比增长 36%。销售规模的快速扩张受益于量价齐升。销售面积 839 万平方米，同比增长 20%，销售均价

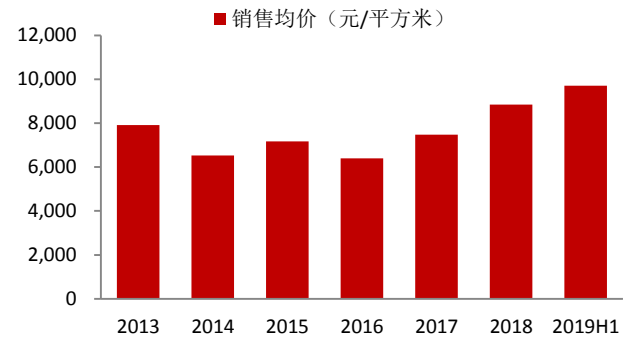
9702元/平方米,同比增长16.4%。土地投资方面,公司上半年拿地金额423亿元,同比增长56.7%。投资强度(拿地金额/销售金额)为52.0%,较2018年全年下降7个百分点。同时,公司的土地成本下降,上半年拿地的楼面价为2765元/平方米,较2018年的全年拿地楼面价下降19.0%。土地成本的下降为未来的利润率提供保障。公司现有可售面积约5600万平方米,按照上半年销售均价计算,对应货值5433亿元,足以支撑公司持续增长。由于土地投资强度相对较高,公司杠杆有所上升。截至2019年6月底,公司净资产负债率147.5%,较2018年底提升11个百分点。

图5: 上半年销售金额814亿元,同比增长36%



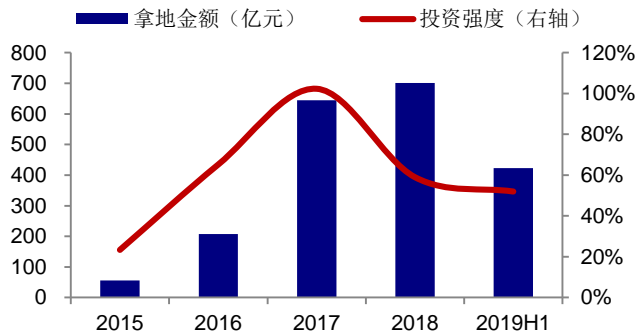
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图6: 公司销售均价持续提升



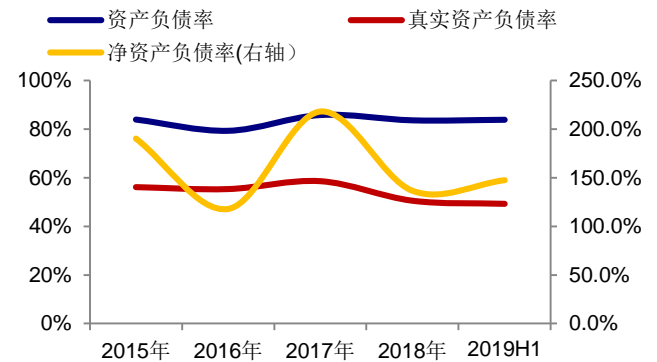
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图7: 上半年拿地423亿元,投资强度52.0%



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图8: 公司杠杆率有所提升



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

多元业务表现亮眼，四位一体战略成效初显

物业管理板块收入大幅提升，利润实现翻倍式增长。2019年上半年，物业板块新增合同管理面积3500万平方米，累计合同管理面积达2.39亿平方米，服务业态涵盖居民住宅、政府公共建设、商业写字楼、城市综合体等。公司物业板块上半年实现营业收入12.02亿元，同比增长84%，净利润1.59亿元，同比增长260%。新能源业务经营效益大幅提升。上半年景峡20万千瓦风场成功并

网发电。新能源项目上网电量约 5.35 亿度，同比增长约 143%，限电损失比率 14%，同比下降 4 个百分点。实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 90%，净利润 6538 万元，同比增长 165%。

盈利预测与投资建议

盈利预测：2019-2021 年 EPS 分别为 0.99/1.32/1.72 元

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.99/1.32/1.72 元

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 考虑各项目可售货值及合理去化率,我们预测公司房地产结算金额为 564/732/913 亿元。
- 2) 公司物业管理业务 2019-2021 年收入增速维持在 20%。
- 3) 公司 2019-2021 年销售费用率为 2.85%/2.93%/2.93%，2019-2021 年管理费用率为 2.40%/2.40%/2.47%。
- 4) 公司所得税率维持在 25%。

投资建议：维持买入评级，目标价 8.91 元

PE 估值: 维持增持评级, 目标价 8.91 元。我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.99/1.32/1.72 元。可比公司 2019 年 PE 估值为 9X, 我们给予公司 2019 年 PE 倍数 9X, 对应目标价 8.91 元。

风险提示

- 1、 房地产市场销售可能低于预期。公司主营业务是房地产销售，房地产市场景气度会对公司地产销售产生影响从而影响公司经营业绩。
- 2、 利率上升超预期。利率水平将影响购房人的购房成本和开发商的举债成本，如果利率发生超预期的上升，将对开发商的销售和经营业绩产生明显的负面影响。

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	18,627	29,852	53,968	42,441	52,740	营业收入	34,758	41,234	60,172	77,536	96,351
应收账款	1,495	1,584	2,311	2,978	3,700	营业成本	27,348	29,456	43,666	55,954	68,558
预付账款	4,107	3,392	4,950	6,379	7,926	营业税金及附加	1,130	1,407	2,696	3,489	4,345
存货	107,221	160,835	139,731	251,791	383,926	营业费用	1,808	2,562	3,416	4,220	5,064
其他	12,737	17,679	21,004	26,488	32,430	管理费用	1,512	2,340	2,880	3,456	4,262
流动资产合计	144,188	213,341	221,964	330,077	480,723	财务费用	472	50	401	979	1,846
长期股权投资	4,427	7,368	7,368	7,368	7,368	资产减值损失	(56)	35	0	0	0
固定资产	2,442	2,374	3,658	4,409	5,115	公允价值变动收益	(15)	66	38	38	38
在建工程	1,161	1,453	926	894	878	投资净收益	258	(186)	250	352	423
无形资产	62	64	57	50	43	其他	249	74	0	0	0
其他	5,085	6,099	6,026	6,001	5,986	营业利润	3,036	5,339	7,401	9,829	12,736
非流动资产合计	13,176	17,357	18,034	18,721	19,389	营业外收入	42	87	87	87	87
资产总计	157,364	230,699	239,998	348,798	500,112	营业外支出	135	215	130	130	130
短期借款	6,420	3,196	3,196	81,591	206,264	利润总额	2,943	5,210	7,358	9,786	12,693
应付账款	11,462	13,681	13,100	16,786	20,567	所得税	657	1,190	1,839	2,447	3,173
其他	66,412	120,748	119,051	142,147	166,849	净利润	2,285	4,021	5,518	7,340	9,520
流动负债合计	84,294	137,626	135,347	240,524	393,680	少数股东损益	281	135	209	278	360
长期借款	37,244	47,370	47,370	47,370	47,370	归属于母公司净利润	2,005	3,886	5,309	7,062	9,159
应付债券	12,298	6,400	18,891	18,891	12,473	每股收益(元)	0.38	0.73	0.99	1.32	1.72
其他	1,162	1,536	0	0	0						
非流动负债合计	50,704	55,307	66,261	66,261	59,843						
负债合计	134,998	192,932	201,609	306,785	453,523						
少数股东权益	2,597	14,586	14,795	15,072	15,433						
股本	5,340	5,340	5,340	5,340	5,340						
资本公积	3,794	3,962	4,100	4,100	4,100						
留存收益	8,318	10,768	14,155	17,500	21,716						
其他	2,317	3,111	0	0	0						
股东权益合计	22,366	37,767	38,389	42,012	46,589						
负债和股东权益总计	157,364	230,699	239,998	348,798	500,112						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,285	4,021	5,518	7,340	9,520
折旧摊销	208	93	137	175	194
财务费用	472	50	401	979	1,846
投资损失	(258)	186	(250)	(352)	(423)
营运资金变动	(18,144)	(14,309)	11,658	(95,385)	(113,924)
其它	6,951	11,289	1,394	2,490	2,022
经营活动现金流	(8,486)	1,329	18,857	(84,755)	(100,766)
资本支出	(914)	(96)	(862)	(862)	(862)
长期投资	(3,673)	(3,796)	0	0	0
其他	(5,315)	(4,109)	288	391	461
投资活动现金流	(9,902)	(8,001)	(573)	(471)	(400)
债权融资	18,338	17,558	11,584	0	(6,418)
股权融资	33	30	0	0	0
其他	939	388	(5,751)	73,699	117,884
筹资活动现金流	19,310	17,975	5,832	73,699	111,465
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	922	11,303	24,116	(11,527)	10,299

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.8%	18.6%	45.9%	28.9%	24.3%
营业利润	34.5%	75.9%	38.6%	32.8%	29.6%
归属于母公司净利润	43.7%	93.8%	36.6%	33.0%	29.7%
获利能力					
毛利率	21.3%	28.6%	27.4%	27.8%	28.8%
净利率	5.8%	9.4%	8.8%	9.1%	9.5%
ROE	10.1%	18.1%	22.7%	27.9%	31.5%
ROIC	3.5%	4.0%	4.7%	4.7%	4.0%
偿债能力					
资产负债率	85.8%	83.6%	84.0%	88.0%	90.7%
净负债率	218.2%	136.5%	104.0%	309.1%	510.4%
流动比率	1.71	1.55	1.64	1.37	1.22
速动比率	0.44	0.38	0.60	0.31	0.23
营运能力					
应收账款周转率	29.9	26.8	30.9	29.3	28.9
存货周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.73	0.99	1.32	1.72
每股经营现金流	-1.59	0.25	3.53	-15.87	-18.87
每股净资产	3.70	4.34	4.42	5.05	5.84
估值比率					
市盈率	20.3	10.5	7.7	5.8	4.4
市净率	2.1	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	24.3	16.5	11.4	8.2	6.1
EV/EBIT	25.7	16.7	11.6	8.3	6.2

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

