

结算节奏致业绩负增长，融资优势继续扩大

——2019 年中报点评

核心观点

- **结算节奏致业绩负增长，盈利能力略有下降。**公司 2019 年上半年实现营业收入 166.9 亿元，同比下降 20%，实现归母净利润 49.0 亿元，同比下降 31%。由于公司上半年结算金额占全年比例较低，因此上半年业绩的历史波动较大。公司盈利能力也略有下降，2019 年上半年毛利率为 37.9%，较去年同期下降 4.8 个百分点；归母净利率为 32.4%，较去年同期下降 5.6 个百分点，主要是由于地产业务结算毛利率以及投资收益较去年同期下滑所致。
- **销售金额增速扩大，投资策略维持审慎。**2019 年上半年公司实现销售金额 1011.9 亿元，同比增长 34.8%，销售增速持续扩大，领跑行业。城市布局上仍以一二线城市为核心，公司上半年销售均价为 19640 元/平，亦领跑行业。土地投资方面，上半年公司拿地金额为 124.5 亿元，新增建面 383.3 万方，一二线城市的拿地金额占比接近 90%。上半年投资强度（拿地金额/销售金额）为 12%，较 2018 年投资强度下降 43 个百分点，公司并未在土地市场火热的阶段过多拿地，始终维持比较审慎的投资策略。
- **净负债率大幅下降，融资成本优势持续扩大。**截至 2019 年 6 月底，公司扣除预售账款的资产负债率为 58.9%，较 2018 年底上升 16.3 个百分点。净资产负债率 53.0%，较 2018 年底大幅下降 26.4 个百分点。有息负债规模为 977.0 亿元，现金短债覆盖倍数为 1.7 倍，维持较强的偿债能力。2019 年上半年公司加权融资成本仅为 4.91%，较 2018 年仅上升 6 个 bp，融资成本上的优势持续扩大。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 28.32 元（原目标价为 30.00 元）。**我们根据中报情况对公司结算情况进行了调整，将公司 2019-2021 年 EPS 的预测调整至 2.36/2.94/3.59（原预测为 2.50/3.06/3.66 元）。根据可比公司 2019 年 PE 估值，我们维持公司 2019 年 PE 倍数 12X，对应目标价 28.32 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。
- 利率上升超预期。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75,455	88,278	102,573	126,567	175,949
同比增长(%)	18.7%	17.0%	16.2%	23.4%	39.0%
营业利润(百万元)	20,752	26,613	31,323	38,968	47,616
同比增长(%)	27.0%	28.2%	17.7%	24.4%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	12,220	15,240	18,657	23,280	28,433
同比增长(%)	27.5%	24.7%	22.4%	24.8%	22.1%
每股收益(元)	1.54	1.93	2.36	2.94	3.59
毛利率(%)	37.7%	39.5%	44.0%	42.5%	40.8%
净利率(%)	16.2%	17.3%	18.2%	18.4%	16.2%
净资产收益率(%)	19.6%	21.1%	22.7%	23.8%	24.0%
市盈率	13.2	10.6	8.6	6.9	5.7
市净率	2.4	2.1	1.8	1.5	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，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年08月26日)	20.36 元
目标价格	28.32 元
52周最高价/最低价	23.91/16.1 元
总股本/流通A股(万股)	791,408/791,365
A股市值(百万元)	161,131
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年08月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.21	-3.28	-6.05	22.36
相对表现	.55	.88	10.84	-9.11
沪深300	-.66	-2.4	4.79	13.25



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

马晓东

maxiaodong@orientsec.com.cn

联系人

孙天一

相关报告

粤港澳大湾区地产巨舰，低成本优势尽显： 2019-03-20

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声明。

目 录

结算节奏致业绩负增长，盈利能力略有下降	4
销售金额增速扩大，投资策略维持审慎	5
净负债率大幅下降，融资成本优势持续扩大	5
盈利预测与投资建议	6
盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 为 2.36/2.95/3.60 元.....	6
投资建议：维持买入评级，调整目标价至 28.32 元	6
风险提示.....	6

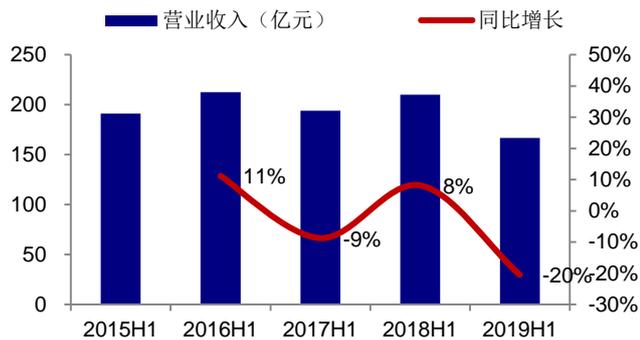
图表目录

图 1: 上半年实现营业收入 166.9 亿元, 同比下降 20%	4
图 2: 上半年实现归母净利润 49.0 亿元, 同比下降 31%	4
图 3: 结算利润率较去年同期略有下降	4
图 4: 少数股东损益占比下降至 9.4%	4
图 5: 上半年实现销售金额 1011.9 亿元, 同比增长 34.8%	5
图 6: 上半年土地投资强度下降至 12%	5

结算节奏致业绩负增长，盈利能力略有下降

结算节奏致业绩负增长，盈利能力略有下降。公司 2019 年上半年实现营业收入 166.9 亿元，同比下降 20%，实现归母净利润 49.0 亿元，同比下降 31%。由于公司历史上上半年结算金额占全年比例较低，因此上半年业绩的历史波动较大。公司盈利能力也略有下降，2019 年上半年毛利率为 37.9%，较去年同期下降 4.8 个百分点；归母净利率为 32.4%，较去年同期下降 5.6 个百分点，主要是由于房地产业务结算毛利率较去年同期下滑 11.8 个百分点，以及今年上半年投资收益较去年同期下降 5.7 亿元。另外，公司 2019 年上半年少数股东损益占比为 9.4%，较去年同期下降 1.3 个百分点，主要是由于结转项目的权益比有所提升。

图 1：上半年实现营业收入 166.9 亿元，同比下降 20%



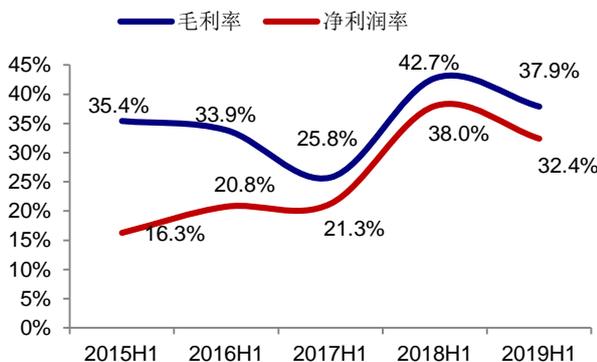
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：上半年实现归母净利润 49.0 亿元，同比下降 31%



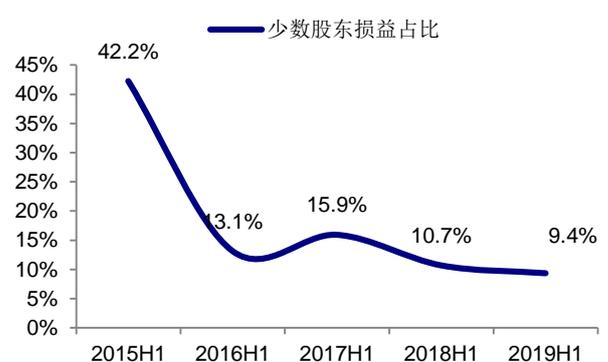
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：结算利润率较去年同期略有下降



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：少数股东损益占比下降至 9.4%



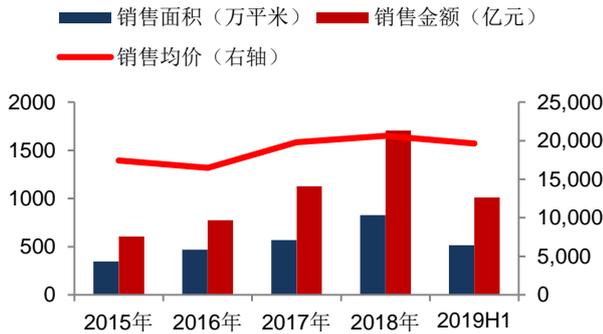
数据来源：公司公告、东方证券研究所

销售金额增速扩大，投资策略维持审慎

销售金额增速扩大，投资策略维持审慎。2019年上半年公司实现销售金额 1011.9 亿元，同比增长 34.8%，销售增速持续扩大，领跑行业。城市布局上，公司仍以一二线城市为核心，公司上半年销售均价为 19640 元/平，亦领跑行业。

土地投资方面，上半年公司拿地金额为 124.5 亿元，新增建面 383.3 万方，一二线城市的拿地金额占比接近 90%。上半年投资强度（拿地金额/销售金额）为 12%，较 2018 年投资强度下降 43 个百分点，公司并未在土地市场火热的阶段过多拿地，始终维持比较审慎的投资策略。

图 5：上半年实现销售金额 1011.9 亿元，同比增长 34.8%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：上半年土地投资强度下降至 12%

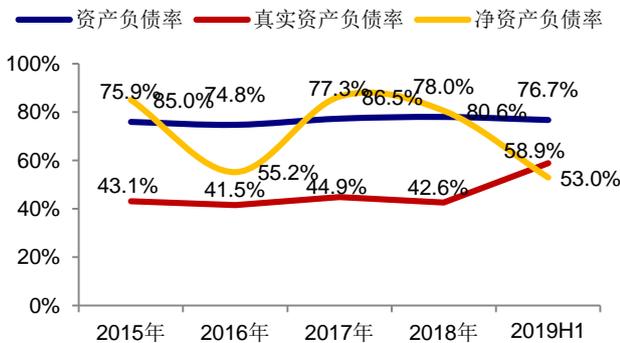


数据来源：公司公告、东方证券研究所

净负债率大幅下降，融资成本优势持续扩大

净负债率大幅下降，融资成本优势持续扩大。截至 2019 年 6 月底，公司扣除预售账款的资产负债率为 58.9%，较 2018 年底上升 16.3 个百分点。净资产负债率 53.0%，较 2018 年底大幅下降 26.4 个百分点。有息负债规模为 977.0 亿元，现金短债覆盖倍数为 1.7 倍，维持较强的偿债能力。2019 年上半年公司加权融资成本仅为 4.91%，较 2018 年仅上升 6 个 bp，融资成本上的优势持续扩大。

图 7：公司净负债率下降至 53%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：加权融资成本优势继续扩大



数据来源：公司公告、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 为 2.36/2.94/3.59 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，我们预测公司社区开发与运营业务结算金额为 904/1064/1627 亿元。
- 2) 公司销售费用率为 1.8%/1.8%/1.8%，管理费用率为 1.7%/1.7%/1.7%。
- 3) 公司所得税费用率维持在 25%

投资建议：维持买入评级，调整目标价至 28.32 元

维持买入评级，调整目标价至 28.32 元（原目标价为 30.00 元）。我们根据中报情况对公司结算情况进行了调整，将公司 2019-2021 年 EPS 的预测调整至 2.36/2.94/3.59（原预测为 2.50/3.06/3.66 元）。根据可比公司 2019 年 PE 估值，我们维持公司 2019 年 PE 倍数 12X，对应目标价 28.32 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	45,278	67,375	67,258	72,143	100,291	营业收入	75,455	88,278	102,573	126,567	175,949
应收账款	220	1,204	1,398	1,726	2,399	营业成本	47,039	53,415	57,483	72,811	104,108
预付账款	5,792	2,679	3,112	3,841	5,339	营业税金及附加	6,673	8,324	9,672	11,935	16,591
存货	164,233	210,821	201,191	254,839	364,377	营业费用	1,468	1,554	1,891	2,333	3,243
其他	71,063	72,358	82,757	100,309	136,433	管理费用	1,282	1,527	1,746	2,154	2,994
流动资产合计	286,585	354,436	355,717	432,858	608,840	财务费用	836	2,448	2,009	2,156	7,091
长期股权投资	8,264	17,311	2,849	2,849	2,849	资产减值损失	331	986	(77)	293	599
固定资产	2,839	3,390	4,264	5,437	6,796	公允价值变动收益	(14)	(63)	0	0	0
在建工程	221	928	2,495	3,412	4,054	投资净收益	2,910	6,548	1,388	3,997	6,207
无形资产	465	541	521	500	479	其他	30	104	86	86	86
其他	34,247	46,615	40,729	40,484	40,441	营业利润	20,752	26,613	31,323	38,968	47,616
非流动资产合计	46,036	68,786	50,857	52,681	54,618	营业外收入	158	144	144	200	200
资产总计	332,621	423,221	406,575	485,539	663,458	营业外支出	176	156	156	100	100
短期借款	16,768	16,741	16,741	38,627	263,138	利润总额	20,734	26,601	31,310	39,068	47,716
应付账款	21,769	26,013	27,994	35,458	50,700	所得税	5,725	7,140	7,828	9,767	11,929
其他	128,773	187,862	157,563	187,356	95,761	净利润	15,009	19,461	23,483	29,301	35,787
流动负债合计	167,310	230,615	202,298	261,442	409,598	少数股东损益	2,789	4,221	4,826	6,021	7,354
长期借款	60,697	61,647	61,647	61,647	61,647	归属于母公司净利润	12,220	15,240	18,657	23,280	28,433
应付债券	8,398	16,499	16,428	11,334	11,334	每股收益(元)	1.54	1.93	2.36	2.94	3.59
其他	3,434	5,598	12	12	12						
非流动负债合计	72,529	83,744	78,087	72,993	72,993	主要财务比率					
负债合计	239,838	314,359	280,384	334,434	482,591		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	24,415	32,954	37,780	43,801	51,155	成长能力					
股本	7,904	7,904	7,914	7,914	7,914	营业收入	18.7%	17.0%	16.2%	23.4%	39.0%
资本公积	19,714	12,050	12,050	12,050	12,050	营业利润	27.0%	28.2%	17.7%	24.4%	22.2%
留存收益	36,064	48,089	60,581	79,474	101,882	归属于母公司净利润	27.5%	24.7%	22.4%	24.8%	22.1%
其他	4,686	7,866	7,866	7,866	7,866	获利能力					
股东权益合计	92,783	108,863	126,190	151,105	180,867	毛利率	37.7%	39.5%	44.0%	42.5%	40.8%
负债和股东权益总计	332,621	423,221	406,575	485,539	663,458	净利率	16.2%	17.3%	18.2%	18.4%	16.2%
						ROE	19.6%	21.1%	22.7%	23.8%	24.0%
						ROIC	9.5%	10.2%	11.1%	12.5%	10.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	72.1%	74.3%	69.0%	68.9%	72.7%
净利润	15,009	19,461	23,483	29,301	35,787	净负债率	58.4%	45.0%	25.8%	29.4%	133.2%
折旧摊销	279	523	485	556	442	流动比率	1.71	1.54	1.76	1.66	1.49
财务费用	836	2,448	2,009	2,156	7,091	速动比率	0.73	0.62	0.76	0.68	0.59
投资损失	(2,910)	(6,548)	(1,388)	(3,997)	(6,207)	营运能力					
营运资金变动	(43,945)	5,822	(13,231)	(35,292)	(224,788)	应收账款周转率	337.6	124.0	78.8	81.0	85.3
其它	26,023	(11,228)	(33)	293	599	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	(4,709)	10,478	11,325	(6,983)	(187,076)	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
资本支出	(259)	(1,619)	(2,625)	(2,379)	(2,379)	每股指标(元)					
长期投资	(7,371)	(21,285)	14,462	0	0	每股收益	1.54	1.93	2.36	2.94	3.59
其他	(25,027)	25,859	1,445	3,997	6,207	每股经营现金流	-0.59	1.32	1.43	-0.88	-23.64
投资活动现金流	(32,657)	2,955	13,282	1,618	3,827	每股净资产	8.64	9.59	11.17	13.56	16.39
债权融资	23,457	17,673	(16,560)	(5,093)	1	估值比率					
股权融资	(39)	(7,665)	10	0	0	市盈率	13.2	10.6	8.6	6.9	5.7
其他	10,366	(9,157)	(8,174)	15,344	211,395	市净率	2.4	2.1	1.8	1.5	1.2
筹资活动现金流	33,783	851	(24,724)	10,251	211,396	EV/EBITDA	7.8	5.8	5.0	4.1	3.1
汇率变动影响	(298)	200	0	0	0	EV/EBIT	7.9	5.9	5.1	4.1	3.1
现金净增加额	(3,881)	14,484	(117)	4,885	28,148						

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

