

盈利能力稳步改善，业绩保持快速增长

——三季报点评

事件

公司发布 2019 年三季报,前三季度实现营业收入 223.3 亿元,同比增长 68.3%,归母净利润 24.4 亿元,同比增长 47.0%。

核心观点

- **盈利能力稳步改善,业绩增长符合预期。**公司前三季度实现营业收入 223.3 亿元,同比增长 68.3%,归母净利润 24.4 亿元,同比增长 47.0%。业绩的增长主要来自于地产结算收入和商业运营收入的增加。公司的毛利率为 48.4%,较去年同期提升 2 个百分点,盈利能力有所提升。业绩增速低于收入增速主要因有息负债增加导致财务费用大幅增加和投资收益减少。前三季度财务费用为 13.7 亿元,同比增长 240.8%,投资收益为 7.5 亿元,同比减少 33.6%。
- **销售保持高增长,土地投资力度明显加大。**根据克而瑞数据,公司 1~9 月房地产销售金额为 510 亿,同比增长 31.4%,依然保持行业内较快的增速。土地投资方面,1~9 月拿地金额为 212.8 亿,投资强度(拿地金额/销售金额)为 41.7%,较上半年的投资强度提高 17.3 个百分点,反映出公司在下半年明显加大了投资力度。积极进取的土地投资策略为公司未来发展奠定良好基础。
- **杠杆稳中有升,推动公司加速发展。**公司有息负债规模保持稳定,截至 9 月底,公司有息负债为 694 亿元,较 6 月底增加 2 亿元,净资产负债率为 125.1%,较 6 月底提升 6.9 个百分点。公司融资成本低,适度增加杠杆有利于发挥公司的优势,加速推动开发业务规模增长和商业项目落位布局。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级,目标价 8.45 元。**我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.76/0.85/1.02 元。可比公司 2019 年 PE 估值为 13X,给予公司 2019 年 13X 的 PE 估值,剔除股权出售带来的投资收益,EPS 为 0.65 元,对应目标价 8.45 元。

风险提示

- 房地产销售规模不及预期。布局城市房地产市场回暖不及预期。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,042	14,120	31,695	36,308	43,524
同比增长(%)	-22.1%	0.5%	124.5%	14.6%	19.9%
营业利润(百万元)	2,391	2,859	6,438	6,464	7,809
同比增长(%)	7.5%	19.5%	125.2%	0.4%	20.8%
归属母公司净利润(百万元)	945	1,389	2,971	3,328	4,000
同比增长(%)	31.3%	46.9%	114.1%	12.0%	20.2%
每股收益(元)	0.24	0.35	0.76	0.85	1.02
毛利率(%)	36.3%	42.5%	43.0%	42.5%	42.1%
净利率(%)	6.7%	9.8%	9.4%	9.2%	9.2%
净资产收益率(%)	15.1%	19.2%	18.0%	12.6%	13.6%
市盈率	26.3	17.9	8.4	7.5	6.2
市净率	3.8	3.2	1.0	0.9	0.8

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10月30日)	7.35 元
目标价格	8.45 元
52周最高价/最低价	7.78/4.83 元
总股本/流通A股(万股)	392,587/181,372
A股市值(百万元)	28,855
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年10月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	.14	8.57	3.52	48.48
相对表现	.38	-6.56	-2.98	-23.37
沪深300	.52	2.01	.54	25.11



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

maxiaodong@orientsec.com.cn

相关报告

业绩增长符合预期,销售保持高增长:	2019-10-15
优质资产注入地产基金,轻重并举实现资本闭环:	2019-09-02
开发持有均好,业绩表现优异:	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。

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。

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	10,283	12,001	7,924	10,892	10,881	营业收入	14,042	14,120	31,695	36,308	43,524
应收账款	179	250	447	512	614	营业成本	8,941	8,118	18,051	20,868	25,217
预付账款	165	141	272	311	373	营业税金及附加	1,216	1,486	2,558	2,958	3,553
存货	34,631	42,835	68,072	83,515	107,503	营业费用	532	515	1,159	1,164	1,059
其他	19,958	25,486	36,016	41,018	48,840	管理费用	462	613	1,716	1,916	2,267
流动资产合计	65,216	80,713	112,730	136,248	168,211	财务费用	950	1,017	2,455	2,731	3,428
长期股权投资	3,364	4,415	9,885	9,885	9,885	资产减值损失	217	231	233	233	233
固定资产	568	548	521	494	466	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	597	1,249	1,868	投资净收益	523	708	903	14	31
无形资产	54	53	48	43	37	其他	145	12	12	12	12
其他	6,549	5,442	62,652	62,644	62,636	营业利润	2,391	2,859	6,438	6,464	7,809
非流动资产合计	10,536	10,459	73,703	74,314	74,893	营业外收入	18	14	0	0	0
资产总计	75,751	91,172	186,434	210,562	243,104	营业外支出	15	16	0	0	0
短期借款	4,625	2,525	46,027	61,749	90,911	利润总额	2,395	2,857	6,438	6,464	7,809
应付账款	4,844	6,556	10,701	13,510	17,213	所得税	660	853	1,665	1,711	2,079
其他	38,951	36,199	66,287	67,726	62,339	净利润	1,735	2,004	4,773	4,753	5,730
流动负债合计	48,420	45,280	123,015	142,985	170,462	少数股东损益	790	616	1,801	1,425	1,730
长期借款	12,158	23,405	23,405	23,405	23,405	归属于母公司净利润	945	1,389	2,971	3,328	4,000
应付债券	1,987	5,877	5,877	5,877	5,877	每股收益(元)	0.24	0.35	0.76	0.85	1.02
其他	1,441	2,851	1,311	1,311	1,311						
非流动负债合计	15,587	32,132	30,593	30,593	30,593	主要财务比率					
负债合计	64,007	77,412	153,608	173,578	201,055		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	5,114	5,899	7,698	9,121	10,848	成长能力					
股本	1,814	1,814	3,926	3,926	3,926	营业收入	-22.1%	0.5%	124.5%	14.6%	19.9%
资本公积	0	0	12,335	12,335	12,335	营业利润	7.5%	19.5%	125.2%	0.4%	20.8%
留存收益	4,758	6,034	8,808	11,544	14,880	归属于母公司净利润	31.3%	46.9%	114.1%	12.0%	20.2%
其他	59	13	59	59	59	获利能力					
股东权益合计	11,745	13,760	32,826	36,985	42,049	毛利率	36.3%	42.5%	43.0%	42.5%	42.1%
负债和股东权益总计	75,751	91,172	186,434	210,562	243,104	净利率	6.7%	9.8%	9.4%	9.2%	9.2%
						ROE	15.1%	19.2%	18.0%	12.6%	13.6%
						ROIC	6.6%	6.2%	8.2%	5.6%	5.5%
						偿债能力					
						资产负债率	84.5%	84.9%	82.4%	82.4%	82.7%
						净负债率	138.5%	171.2%	216.7%	226.8%	268.9%
						流动比率	1.35	1.78	0.92	0.95	0.99
						速动比率	0.63	0.83	0.36	0.37	0.35
						营运能力					
						应收账款周转率	71.6	65.7	90.9	75.7	77.3
						存货周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						每股指标(元)					
						每股收益	0.24	0.35	0.76	0.85	1.02
						每股经营现金流	0.44	-0.47	1.24	-2.24	-6.24
						每股净资产	1.69	2.00	6.40	7.10	7.95
						估值比率					
						市盈率	26.3	17.9	8.4	7.5	6.2
						市净率	3.8	3.2	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA	13.7	11.0	4.8	4.7	3.8
						EV/EBIT	12.9	11.1	4.9	4.7	3.8

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

