

销售快速增长，土地投资审慎



事件

公司公告 10 月销售及拿地情况。10 月实现销售金额、销售面积分别为 140 亿元、117 万平方米，同比增长 16.2%、18.3%

核心观点

- **销售金额快速增长，内地和长三角基本盘稳健。**公司 2019 年 10 月实现销售金额 140 亿元，同比增长 16.2%，销售面积 117 万平方米，同比增长 18.3%。1~10 月实现销售金额 1642 亿元，同比增长 35.7%，销售面积 1323 万平方米，同比增长 45.2%。内地区域和长三角区域分别贡献 36.5%和 33.4%的销售金额，成为公司销售金额的主要来源。从累计增速来看，长三角区域和内地区域分别为 51.4%和 40.9%，领先公司其他区域。单月来看，大福建区域增长明显，10 月实现销售金额 31.7 亿，同比增长 113.8%。
- **土地投资谨慎，追求发展质量和速度的平衡。**公司 10 月没有进行投资拿地，反映出公司目前对于投资的慎重，这与公司目前侧重于降杆杆的战略相符合。1~10 月拿地金额为 406 亿元，投资强度(拿地金额/销售金额)为 24.7%。新增项目建筑面积 1013 万平方米，楼面价为 4008 元/平方米，以 2019 年 1~10 月销售均价 12411 元/平方米计算，地价/房价为 0.32，为未来保留了较大的利润空间。公司在土地投资上的谨慎，反映出公司从过去力求高速发展转向更加注重发展质量和速度的平衡。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，目标价 9.04 元。**我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 1.13/1.41/1.83 元。可比公司 2019 年 PE 估值为 8X，我们给予公司 2019 年 PE 倍数 8X，对应目标价 9.04 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)	33,163	56,470	61,835	72,145	84,349
同比增长(%)	69.2%	70.3%	9.5%	16.7%	16.9%
营业利润(百万元)	3,674	6,377	8,450	11,260	13,292
同比增长(%)	77.8%	73.6%	32.5%	33.2%	18.0%
归属母公司净利润(百万元)	2,062	3,018	4,587	5,697	7,411
同比增长(%)	67.6%	46.4%	52.0%	24.2%	30.1%
每股收益(元)	0.51	0.75	1.13	1.41	1.83
毛利率(%)	25.1%	26.1%	27.8%	26.9%	26.8%
净利率(%)	6.2%	5.3%	7.4%	7.9%	8.8%
净资产收益率(%)	12.7%	15.7%	21.5%	21.9%	23.3%
市盈率	12.8	8.8	5.8	4.6	3.6
市净率	1.4	1.4	1.1	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。

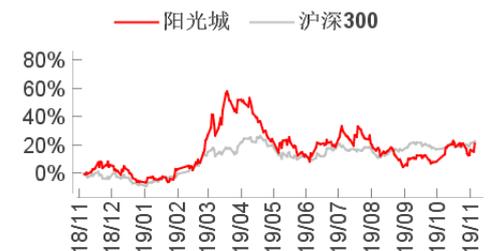
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月05日)	6.6元
目标价格	9.04元
52周最高价/最低价	8.69/5.15元
总股本/流通A股(万股)	405,007/397,189
A股市值(百万元)	26,730
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年11月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.28	11.86	4.27	19.78
相对表现	-3.91	-6.92	4.63	2.9
沪深300	2.37	4.94	8.9	22.68



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

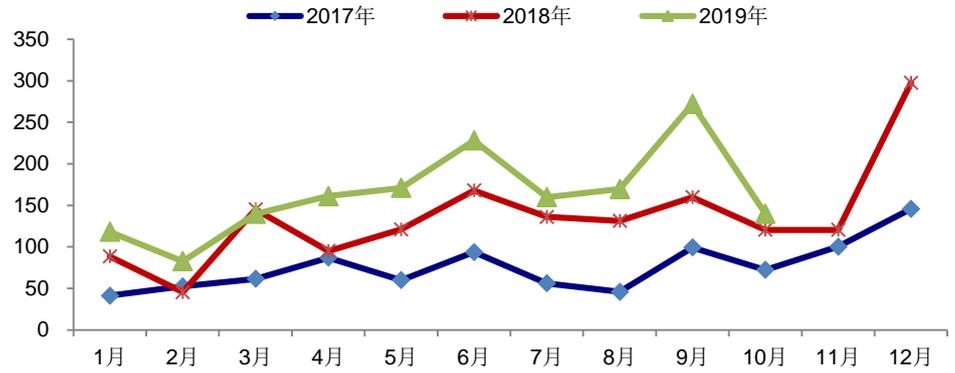
相关报告

业绩表现亮眼，降杆杆持续推进：——三季 2019-10-27
报点评

中西部销售贡献明显，土地投资更加重视并 2019-08-17
购：

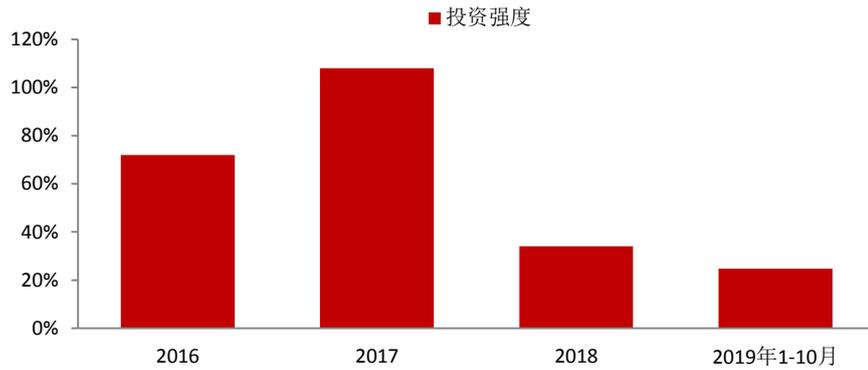
杆杆下降业绩高增长，发展质量不断提高： 2019-08-01

图 1：公司 2017~2019 年月度销售金额 单位：亿元



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：2019 年 1~10 月公司投资强度



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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	36,374	37,848	63,332	87,826	94,078	营业收入	33,163	56,470	61,835	72,145	84,349
应收账款	524	1,251	1,629	1,546	1,966	营业成本	24,847	41,755	44,629	52,703	61,748
预付账款	9,044	5,953	24,734	28,858	33,739	营业税金及附加	2,591	3,964	4,169	5,057	5,260
存货	126,491	142,172	156,200	184,462	154,371	营业费用	961	1,757	2,041	2,381	2,952
其他	25,981	6,408	6,402	6,402	6,402	管理费用	1,177	1,577	2,226	2,525	2,868
流动资产合计	198,413	193,632	252,298	309,094	290,557	财务费用	128	614	371	361	422
长期股权投资	1,875	9,300	987	987	987	资产减值损失	(19)	432	185	234	261
固定资产	3,528	3,336	3,002	2,669	2,335	公允价值变动收益	125	(50)	20	20	20
在建工程	16	0	5,622	11,078	16,553	投资净收益	70	55	214	2,354	2,433
无形资产	799	822	1,054	1,363	1,518	其他	0	1	1	1	1
其他	8,618	14,546	9,006	9,006	9,006	营业利润	3,674	6,377	8,450	11,260	13,292
非流动资产合计	14,837	28,005	19,671	25,102	30,399	营业外收入	38	60	36	36	36
资产总计	213,250	221,636	271,970	334,196	320,956	营业外支出	109	104	61	61	61
短期借款	17,407	17,647	17,647	17,647	17,647	利润总额	3,602	6,332	8,425	11,234	13,266
应付账款	8,784	0	0	0	0	所得税	1,375	2,483	2,544	3,274	3,730
其他	90,905	101,224	149,683	204,243	182,050	净利润	2,227	3,850	5,880	7,960	9,536
流动负债合计	117,097	118,871	167,330	221,890	199,698	少数股东损益	166	889	1,350	2,320	2,182
长期借款	56,275	51,418	51,673	52,012	52,226	归属于母公司净利润	2,061	2,961	4,530	5,640	7,354
应付债券	8,577	12,985	10,000	10,000	10,000	每股收益(元)	0.51	0.75	1.13	1.41	1.83
其他	731	1,126	0	0	0						
非流动负债合计	65,584	65,529	61,673	62,012	62,226						
负债合计	182,680	184,400	229,004	283,902	261,924						
少数股东权益	11,419	18,051	19,401	21,722	23,903						
股本	4,050	4,050	4,050	4,050	4,050						
资本公积	3,549	3,556	3,575	3,575	3,575						
留存收益	6,836	9,577	13,936	18,945	25,501						
其他	4,715	2,002	2,002	2,002	2,002						
股东权益合计	30,570	37,236	42,966	50,294	59,032						
负债和股东权益总计	213,250	221,636	271,970	334,196	320,956						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,228	3,906	5,937	8,017	9,592
折旧摊销	272	161	427	402	416
财务费用	128	614	371	361	422
投资损失	(70)	(55)	(214)	(2,354)	(2,433)
营运资金变动	(31,632)	8,222	20,685	22,182	2,672
其它	37,893	8,983	4,236	55	(94)
经营活动现金流	8,819	21,831	31,442	28,662	10,574
资本支出	(3,904)	119	(5,906)	(5,832)	(5,713)
长期投资	(4,385)	(10,598)	8,314	0	0
其他	(23,729)	(5,392)	234	2,374	2,453
投资活动现金流	(32,018)	(15,872)	2,642	(3,458)	(3,260)
债权融资	43,248	(1,246)	(8,002)	339	214
股权融资	(78)	27	0	0	0
其他	(3,457)	(5,072)	(598)	(1,049)	(1,276)
筹资活动现金流	39,713	(6,291)	(8,600)	(710)	(1,062)
汇率变动影响	(27)	(17)	0	0	0
现金净增加额	16,487	(348)	25,484	24,494	6,252

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	69.2%	70.3%	9.5%	16.7%	16.9%
营业利润	77.8%	73.6%	32.5%	33.2%	18.0%
归属于母公司净利润	67.6%	46.4%	52.0%	24.2%	30.1%
获利能力					
毛利率	25.1%	26.1%	27.8%	26.9%	26.8%
净利率	6.2%	5.3%	7.4%	7.9%	8.8%
ROE	12.7%	15.7%	21.5%	21.9%	23.3%
ROIC	2.0%	2.9%	4.2%	5.5%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	85.7%	83.2%	84.2%	85.0%	81.6%
净负债率	251.9%	200.0%	95.4%	33.5%	18.3%
流动比率	1.69	1.63	1.51	1.39	1.45
速动比率	0.61	0.43	0.57	0.56	0.68
营运能力					
应收账款周转率	49.1	62.6	42.3	44.7	47.3
存货周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3
每股指标(元)					
每股收益	0.51	0.75	1.13	1.41	1.83
每股经营现金流	2.18	5.39	7.76	7.08	2.61
每股净资产	4.73	4.74	5.82	7.06	8.67
估值比率					
市盈率	12.8	8.8	5.8	4.6	3.6
市净率	1.4	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	23.4	13.3	10.3	7.9	6.8
EV/EBIT	25.1	13.7	10.8	8.2	7.0

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

