

销售质量持续提升，土地投资保持谨慎



事件

公司公告 11 月新增项目情况，单月新增 13 个重点项目，总地价约 112 亿元，计容建筑面积约 409 万平方米。

核心观点

- **销售规模稳定，回款率良好，发展质量持续提升。**根据克而瑞数据，公司 2019 年 11 月实现销售金额 460 亿元，同比增长 33.3%，1~11 月实现销售金额 3015.5 亿元，同比下降 7.1%。根据公司数据，上海、江苏、浙江、山东、广东等核心区域贡献率超过 80%，销售金额超过百亿的区域公司达到 15 个。公司的销售规模总体保持平稳，但销售质量提升，住宅回款率近 95%，整体回款率约 85%。
- **土地投资审慎，融资端持续强化。**根据公司公告，2019 年 11 月，公司新增项目 13 个，合计建筑面积 409.2 万平方米，总地价 113.9 亿元，楼面价 2735 元/平方米。1~11 月，公司累积新增房地产项目总地价约 930 亿元，同比增长 15%，总货值接近 4500 亿元，位居行业前四，平均楼面价约 2438 元/平方米，土地成本优势在业内保持领先。从投资强度（拿地金额/销售金额）来看，前 11 月投资强度为 30.8%，整体仍维持审慎的投资态度。同时，公司的融资端持续强化，11 月最新发行 3.7 亿美元债券，票面利率维持 5.60% 的低位，年内累计已发行 27.2 亿美元债。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级，目标价 9.28 元。我们预测公司 2019~2021 年的 EPS 为 1.16/1.46/1.87 元。可比公司 2019 年 PE 估值为 8X，对应目标价 9.28 元。

风险提示

- 房地产销售增长不及预期。公司控成本效果不及预期，利润存在下行风险。
- 布局城市调控政策力度超预期。建筑业务毛利下滑，利润水平不及预期。

公司主要财务信息

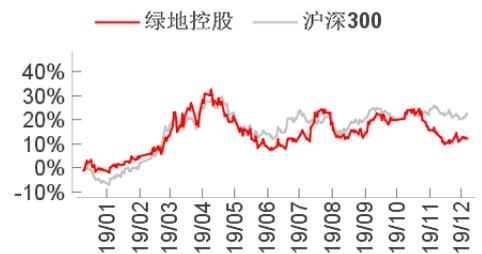
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	290,174	348,426	431,651	496,679	573,590
同比增长(%)	17.4%	20.1%	23.9%	15.1%	15.5%
营业利润(百万元)	19,762	24,680	30,482	38,205	48,989
同比增长(%)	28.9%	24.9%	23.5%	25.3%	28.2%
归属母公司净利润(百万元)	9,038	11,375	14,112	17,736	22,796
同比增长(%)	25.4%	25.9%	24.1%	25.7%	28.5%
每股收益(元)	0.74	0.93	1.16	1.46	1.87
毛利率(%)	14.3%	15.4%	14.5%	15.6%	16.4%
净利率(%)	3.1%	3.3%	3.3%	3.6%	4.0%
净资产收益率(%)	15.2%	17.2%	18.7%	20.2%	21.9%
市盈率	10.1	8.0	6.4	5.1	4.0
市净率	1.5	1.3	1.1	1.0	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，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年12月06日)	6.6元
目标价格	9.28元
52周最高价/最低价	8.15/6.04元
总股本/流通A股(万股)	1,216,815/1,216,815
A股市值(百万元)	80,310
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年12月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.76	-2.37	-6.25	7.32
相对表现	-1.17	-0.30	-5.08	-15.33
沪深300	1.93	-2.07	-1.17	22.65



资料来源：WIND、东方证券研究所

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

多元经营成效显著，利润再创新高：——三 2019-10-29
季报点评
地产基建双轮驱动，业绩表现优异： 2019-08-26
中报业绩快速增长，高质量发展红利显现： 2019-07-12

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。

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

