

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。

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	75,376	81,020	237,702	244,141	549,598	营业收入	290,174	348,426	431,651	496,679	573,590
应收账款	39,259	61,410	76,079	87,540	101,096	营业成本	248,551	294,934	369,269	419,074	479,425
预付账款	38,642	52,441	64,967	74,755	86,331	营业税金及附加	9,161	9,654	11,949	14,900	17,208
存货	514,683	595,497	745,586	1,131,499	1,294,448	营业费用	5,967	7,398	8,417	9,934	11,472
其他	95,228	137,095	136,398	136,733	137,129	管理费用	7,442	9,452	10,575	12,417	14,340
流动资产合计	763,187	927,463	1,260,732	1,674,668	2,168,602	财务费用	1,561	4,032	2,389	3,581	3,587
长期股权投资	16,145	18,624	18,624	18,624	18,624	资产减值损失	1,979	1,257	1,257	1,257	1,257
固定资产	12,997	25,398	27,244	28,929	30,595	公允价值变动收益	(316)	(278)	(278)	(278)	(278)
在建工程	793	1,596	13,092	23,817	34,604	投资净收益	4,287	2,983	2,983	2,983	2,983
无形资产	1,417	1,565	1,304	1,043	782	其他	277	275	(17)	(17)	(17)
其他	53,993	61,900	35,581	35,481	35,382	营业利润	19,762	24,680	30,482	38,205	48,989
非流动资产合计	85,346	109,082	95,845	107,895	119,988	营业外收入	615	817	817	817	817
资产总计	848,533	1,036,545	1,356,577	1,782,562	2,288,590	营业外支出	1,116	1,228	1,228	1,228	1,228
短期借款	20,447	18,166	18,166	18,166	18,166	利润总额	19,261	24,269	30,071	37,795	48,579
应付账款	134,641	165,550	207,276	235,232	269,108	所得税	5,689	8,246	9,924	12,472	16,031
其他	421,344	563,500	828,302	1,203,369	1,645,333	净利润	13,572	16,023	20,148	25,322	32,548
流动负债合计	576,432	747,216	1,053,744	1,456,767	1,932,608	少数股东损益	4,534	4,649	6,036	7,587	9,751
长期借款	144,150	132,835	134,125	135,414	136,704	归属于母公司净利润	9,038	11,375	14,112	17,736	22,796
应付债券	30,415	41,557	41,557	41,557	41,557	每股收益(元)	0.74	0.93	1.16	1.46	1.87
其他	4,083	6,012	1,728	1,728	1,728	主要财务比率					
非流动负债合计	178,649	180,404	177,410	178,700	179,990		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	755,081	927,620	1,231,154	1,635,467	2,112,597	成长能力					
少数股东权益	30,923	38,822	44,858	52,444	62,196	营业收入	17.4%	20.1%	23.9%	15.1%	15.5%
股本	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168	营业利润	28.9%	24.9%	23.5%	25.3%	28.2%
资本公积	9,000	10,073	10,073	10,073	10,073	归属于母公司净利润	25.4%	25.9%	24.1%	25.7%	28.5%
留存收益	40,935	48,968	59,429	73,515	92,661	获利能力					
其他	426	(1,105)	(1,105)	(1,105)	(1,105)	毛利率	14.3%	15.4%	14.5%	15.6%	16.4%
股东权益合计	93,452	108,926	125,423	147,095	175,992	净利率	3.1%	3.3%	3.3%	3.6%	4.0%
负债和股东权益总计	848,533	1,036,545	1,356,577	1,782,562	2,288,590	ROE	15.2%	17.2%	18.7%	20.2%	21.9%
现金流量表						ROIC	4.2%	5.1%	5.6%	6.7%	7.9%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	13,572	16,023	20,148	25,322	32,548	资产负债率	89.0%	89.5%	90.8%	91.7%	92.3%
折旧摊销	425	1,095	500	518	536	净负债率	206.0%	171.8%	35.8%	27.1%	0.0%
财务费用	1,561	4,032	2,389	3,581	3,587	流动比率	1.32	1.24	1.20	1.15	1.12
投资损失	(4,287)	(2,983)	(2,983)	(2,983)	(2,983)	速动比率	0.43	0.44	0.49	0.37	0.45
营运资金变动	36,251	114,799	115,788	(4,473)	287,363	营运能力					
其它	11,341	(90,793)	22,550	278	278	应收账款周转率	9.0	6.9	6.3	6.1	6.1
经营活动现金流	58,863	42,172	158,392	22,244	321,330	存货周转率	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4
资本支出	2,281	(18,648)	(13,339)	(12,567)	(12,629)	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
长期投资	(12,652)	394	(343)	0	0	每股指标(元)					
其他	(4,062)	7,479	4,028	2,705	2,705	每股收益	0.74	0.93	1.16	1.46	1.87
投资活动现金流	(14,433)	(10,775)	(9,655)	(9,863)	(9,925)	每股经营现金流	4.84	3.47	13.02	1.83	26.41
债权融资	(12,014)	2,579	13,984	1,290	1,290	每股净资产	5.14	5.76	6.62	7.78	9.35
股权融资	(12)	1,073	0	0	0	估值比率					
其他	(24,593)	(30,552)	(6,039)	(7,231)	(7,238)	市盈率	10.1	8.0	6.4	5.1	4.0
筹资活动现金流	(36,619)	(26,901)	7,945	(5,941)	(5,948)	市净率	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8
汇率变动影响	(158)	198	0	0	0	EV/EBITDA	12.1	8.8	7.9	6.2	5.0
现金净增加额	7,652	4,695	156,682	6,439	305,457	EV/EBIT	12.4	9.2	8.0	6.3	5.0

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

