

净负债率大幅下降，综合体运营步入增长快车道

——2019 年年报点评

核心观点

- **公司 2019 年业绩同比增长 21%，基本符合市场预期。**2019 年公司实现营业收入 858.5 亿元，同比增长 58.6%；实现归母净利润 126.5 亿元，同比增长 20.6%。业绩增速低于营收增速的主要原因如下：结算毛利率同比下降 4.1 个百分点；投资收益 26.9 亿元，增速远低于营收增速；投资物业公允价值变动 26.5 亿元，较 2018 年下降 5%；公司计提了 9.4 亿资产减值，较 2018 年明显提升。综上我们认为公司今年在各项指标上均采用了较为审慎的标准，盈利能力略有回落但仍高于行业均值。
- **销售维持高速增长，投资强度持续下降。**2019 年公司合同销售额为 2708 亿元，同比增长 22%，位居全国房企排行榜第 8 位。2019 年公司维持审慎投资策略，全年拿地 72 幅，对应建面 2508.5 万方，投资强度较 2018 年下降 11 个百分点至 24%，新增土储楼面地价 2421 元/平，与 2018 年基本持平。
- **净负债率持续锐减，偿债能力进一步提升。**2019 年底公司净负债率大幅下降至 6.4%，回落至公司历史水平地位，同时也远低于行业平均水平，主要是由于应付债券及短期借款大幅下降。公司在手现金 639.4 亿元，同比增长 41%，带动现金短期负债覆盖比上升至 2.6 倍，整体偿债能力进一步提升。
- **物业租管收入同比接近翻倍，全年新开业 21 座吾悦广场。**2019 年物业租管营收 40.69 亿元，同比增长 92%。截止至 2019 年公司已实现 122 个商业综合体的布局，其中累计开业 63 座，已开业面积共计 590.6 万方，同比增长 51%，平均出租率达 99%。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，目标价调整至 42.06 元（原目标价 43.50 元）。**根据公司年报数据我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测至 7.01/8.76/10.86 元（原预测为 2020-2021 年 7.25/9.40 元）。可比公司 2020 年估值为 6X，给予公司 2020 年 6X 估值，对应目标价 42.06 元。

风险提示

- 房地产市场销售可能低于预期。利率上升超预期。
- 公允价值变动收益不及预测值。

公司主要财务信息	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54,133	85,847	108,623	138,175	164,121
同比增长(%)	33.6%	58.6%	26.5%	27.2%	18.8%
营业利润(百万元)	15,643	17,648	22,452	28,304	35,132
同比增长(%)	87.1%	12.8%	27.2%	26.1%	24.1%
归属母公司净利润(百万元)	10,491	12,654	15,811	19,770	24,512
同比增长(%)	74.0%	20.6%	24.9%	25.0%	24.0%
每股收益(元)	4.65	5.61	7.01	8.76	10.86
毛利率(%)	36.7%	32.6%	33.2%	33.9%	35.0%
净利率(%)	19.4%	14.7%	14.6%	14.3%	14.9%
净资产收益率(%)	41.0%	36.7%	35.5%	33.5%	31.6%
市盈率	6.7	5.5	4.4	3.5	2.9
市净率	2.3	1.8	1.4	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，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年03月27日)	30.99 元
目标价格	42.06 元
52 周最高价/最低价	46.67/23.6 元
总股本/流通 A 股(万股)	225,672/224,636
A 股市值(百万元)	69,936
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020 年 03 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	6.90	-6.09	-17.14	-27.05
相对表现	5.34	3.09	-9.38	-26.16
沪深 300	1.56	-9.18	-7.76	-0.89



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 吴尘染
wuchenran@orientsec.com.cn

相关报告

销售排名维持稳定，投资端逐渐恢复： 2020-01-10

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。

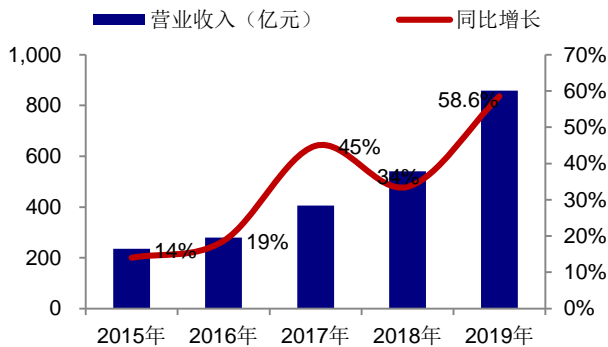
目 录

业绩维持较高增速，净负债率大幅下降	3
租管收入同比接近翻番，吾悦广场遍地开花	5
盈利预测与投资建议	5
盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 7.01/8.76/10.86 元	5
投资建议：维持买入评级，目标价 42.06 元	6
风险提示	7

业绩维持较高增速，净负债率大幅下降

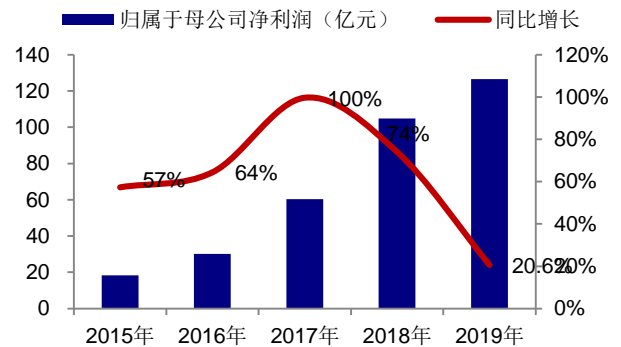
公司 2019 年业绩同比增长 21%，基本符合市场预期。2019 年公司实现营业收入 859 亿元，同比增长 58.6%；实现归属于母公司净利润 127 亿元，同比增长 20.6%。造成业绩增速低于营收增速的主要原因有以下几点：首先结算毛利率略有下降，2019 年公司毛利率为 32.6%，同比下降了 4.1 个百分点，回落至行业正常水平；其次公司 2019 年投资收益 26.9 亿元，增速远低于营收增速；第三公司 2019 年投资物业公允价值变动为 26.5 亿元，较 2018 年下降 5%；最后 2019 年公司计提了 9.4 亿资产减值，较 2018 年明显提升。综上，我们认为公司今年在各项指标上均采用了较为审慎的标准，盈利能力略有回落但仍高于行业均值。

图 1：公司 2019 年营业收入 859 亿元，同比增长 59%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

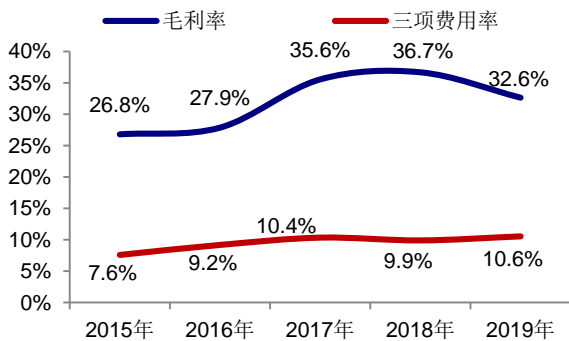
图 2：公司 2019 年归母净利润 127 亿元，同比增长 21%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

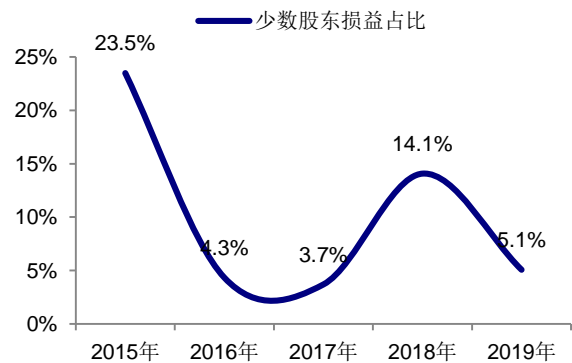
三项费用率维持稳定，结算权益比提升带动少数股东损益占比下降。公司 2019 年三项费用率为 10.6%，较 2018 年上升 0.7 个百分点，公司过去几年均维持较为稳定的三项费用率，并未随着销售规模的快速扩张而出现大幅上升。受今年结算项目权益比例提升的影响，2019 年少数股东损益占比出现明显下降，较 2018 年下降 9 个百分点至 5.1%，预计未来少数股东损益占比仍会围绕 10% 小幅波动。

图 3：公司 2019 年毛利率回落至 32.6%



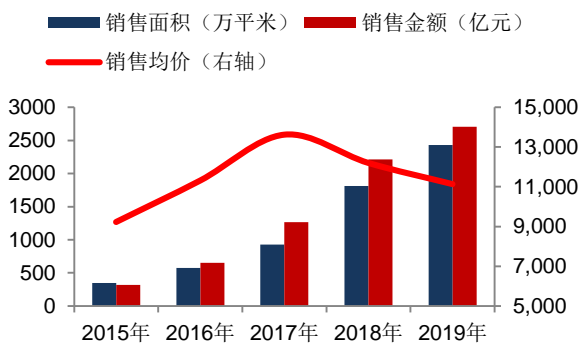
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：少数股东损益占比大幅下降至 5.1%

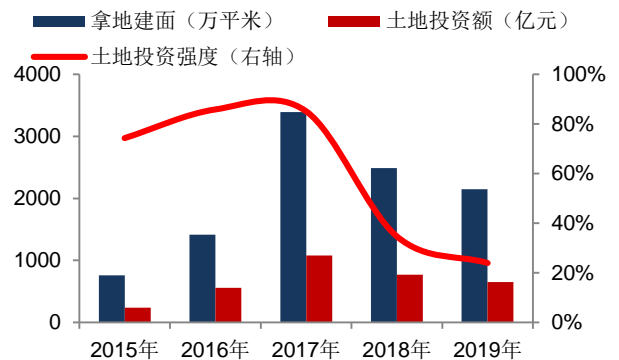


数据来源：公司公告、东方证券研究所

销售维持较高速增长，投资强度持续下降。2019 年公司合同销售额为 2708 亿元，同比增长 22%，根据克而瑞榜单，仍位居全国房企排行榜第 8 位。但由于公司在 2019 年为应对突发事件影响出售了一批项目，并明显放缓了土地投资力度导致今年可售货值不足，预计今年销售增速会出现明显下降。但截至 2019 年年底公司已销售未结算资源对应的合同负债达到 1977 亿元，较 2018 年年底增长 67%，因此未来几年的结算业绩增速还是具备较高确定性的。2019 年公司维持审慎的投资策略，全年拿地 72 幅，对应建面 2508.5 万方，投资强度较 2018 年下降 11 个百分点至 24%，新增土储的楼面地价 2421 元/平，与 2018 年基本持平。

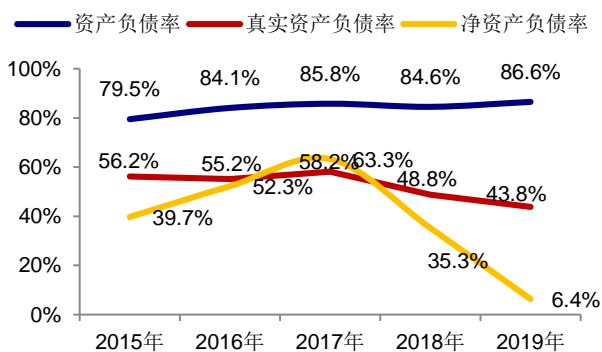
图 5：2019 年销售金额 2708 亿元，同比增长 22%


数据来源：公司公告、东方证券研究所

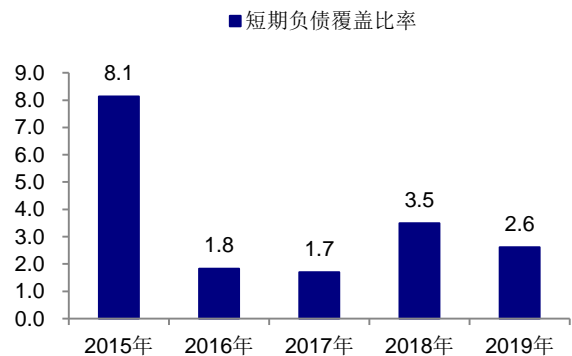
图 6：2019 年新增土储 2149 万方


数据来源：公司公告、东方证券研究所

净负债率持续锐减，偿债能力进一步提升。2019 年年底公司净负债率大幅下降至 6.4%，回落至公司历史水平地位，同时也远低于行业平均水平，主要是由于应付债券及短期借款大幅下降。公司在手现金 639.4 亿元，同比增长 41%，带动现金短期负债覆盖比上升至 2.6 倍，整体偿债能力进一步提升。2019 年公司通过多元丰富的渠道进行融资，融资成本较 2018 年略有上升至 6.73%。

图 7：公司 2019 年净负债率锐减至 6.4%


数据来源：公司公告、东方证券研究所

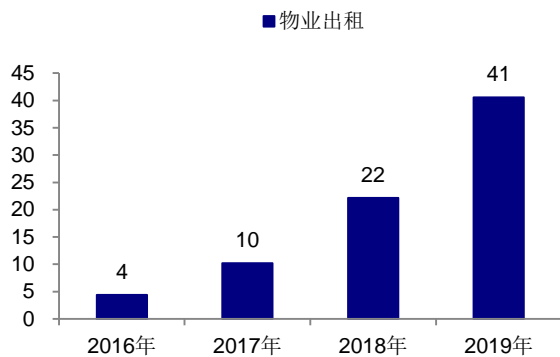
图 8：公司短期负债覆盖比率回落至 2.6 倍


数据来源：公司公告、东方证券研究所

租管收入同比接近翻番，吾悦广场遍地开花

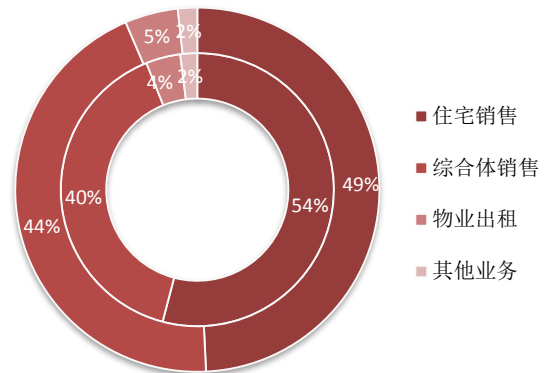
物业租管收入同比接近翻番，全年新开业 21 座吾悦广场。2019 年吾悦广场带来的物业租管营收 40.69 亿元，同比增长 92%，物业租管业务的营收占比也进一步提升至 5%。截止至 2019 年公司已实现 122 个商业综合体的布局，其中累计开业 63 座，已开业面积共计 590.6 万方，同比增长 51%，平均出租率达 99%。根据公司规划，2020 年还将有接近 30 座的吾悦广场开业，租管收入预计将维持高速增长。

图 9：公司 2019 年物业出租收入大幅增长至 41 亿



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 10：公司收入结构持续优化



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：2020-2022 年 EPS 分别为 7.01/8.76/10.86 元

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 7.01/8.76/10.86 元（原预测为 2020-2021 年 7.25/9.40 元）。

我们对公司 2020-2022 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，我们预测公司房地产结算金额为 1013/1283/11514 亿元。
- 2) 公司租金涨幅按年 5% 测算，租金及管理费收入毛利率与 2018 年水平相同，为 68%。
- 3) 公司销售费用/销售额维持在 1.6%，管理费用率（管理费用/结算收入）为过去三年均值。
- 4) 公司所得税率维持在 25%。

收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
物业销售					
销售收入（百万元）	50,838.2	80,322.3	101,372.0	128,302.8	151,412.4
增长率	31.0%	58.0%	26.2%	26.6%	18.0%
毛利率	35.5%	31.0%	31.5%	32.1%	33.2%
物业出租					
销售收入（百万元）	2,213.4	4,054.9	5,284.1	7,239.4	9,184.6

增长率	117.2%	83.2%	30.3%	37.0%	26.9%
毛利率	67.8%	67.6%	68.0%	68.0%	68.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	1,081.7	1,469.9	1,967.2	2,632.9	3,523.8
增长率	51.6%	35.9%	33.8%	33.8%	33.8%
毛利率	29.7%	27.3%	27.6%	27.6%	27.6%
合计	54,133.3	85,847.0	108,623.4	138,175.0	164,120.8
增长率	33.6%	58.6%	26.5%	27.2%	18.8%
综合毛利率	36.7%	32.6%	33.2%	33.9%	35.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议：维持买入评级，目标价 42.06 元

PE 估值：维持买入评级，目标价调整至 42.06 元（原目标价 43.50 元）。根据公司年报数据我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测至 7.01/8.76/10.86 元（原预测为 2020-2021 年 7.25/9.40 元）。可比公司 2020 年估值为 6X，给予公司 2020 年 6X 估值，对应目标价 42.06 元。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
			2020/3/27	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
万科 A	000002.SZ	26.57	3.06	3.44	4.09	4.76	9	8	6	6	
保利地产	600048.SH	15.25	1.59	2.23	2.68	3.18	10	7	6	5	
招商蛇口	001979.SZ	16.84	1.93	3.23	2.79	3.40	9	5	6	5	
金科股份	000656.SZ	8.11	0.73	1.06	1.32	1.61	11	8	6	5	
阳光城	000671.SZ	7.05	0.66	0.90	1.39	1.82	11	8	5	4	
首开股份	600376.SH	6.67	1.23	1.48	1.70	1.96	5	5	4	3	
		最大值					11	8	6	6	
		最小值					5	5	4	3	
		平均数					9	7	6	5	
		调整后平均					9	7	6	5	

数据来源：Wind，东方证券研究所

RNAV 估值：我们对公司地产项目进行重估，公司重估净资产为 891 亿元，每股 RNAV 为 39.49 元，当前股价 30.99 元较每股 RNAV 折价 22%。

表 1：公司每股 RNAV 为 39.49 元

RNAV	
开发项目净现值（亿元）	384
归属于母公司净资产（亿元）	507
重估净资产合计（亿元）	891

总股本（亿股）	22.57
每股净资产值(元/股)	39.49
2020/3/27	30.99
P/RNAV	78%
Wacc=8.12%	

数据来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

风险提示

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。

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。

公允价值变动收益不及预测值。公司 2018 年公允价值变动收益/归母净利润之比明显提升，未来如果公允价值变动收益下降将导致业绩增速不及预期。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	45,409	63,941	27,156	34,544	41,030	营业收入	54,133	85,847	108,623	138,175	164,121
应收票据及应收账款	307	507	641	815	969	营业成本	34,273	57,822	72,582	91,354	106,676
预付账款	14,634	1,276	19,496	21,403	19,106	营业税金及附加	3,500	5,605	7,092	9,022	10,716
存货	145,573	231,259	270,285	299,851	324,640	营业费用	2,267	4,372	4,591	5,839	6,936
其他	58,304	70,769	82,833	98,841	112,897	管理费用及研发费用	2,266	3,820	4,899	6,231	7,401
流动资产合计	264,227	367,752	400,411	455,455	498,642	财务费用	842	892	1,675	2,227	2,295
长期股权投资	18,809	18,889	18,889	18,889	18,889	资产减值损失	419	1,081	411	538	630
固定资产	2,112	1,989	1,847	1,705	1,563	公允价值变动收益	2,785	2,647	3,190	3,270	3,393
在建工程	0	0	1,327	2,677	4,048	投资净收益	2,267	2,690	1,832	2,015	2,217
无形资产	576	514	831	1,103	1,331	其他	26	56	55	55	55
其他	44,594	72,966	68,516	68,534	68,552	营业利润	15,643	17,648	22,452	28,304	35,132
非流动资产合计	66,091	94,358	91,410	92,908	94,384	营业外收入	172	257	257	257	257
资产总计	330,318	462,110	491,821	548,362	593,025	营业外支出	48	92	92	92	92
短期借款	2,270	670	4,321	14,580	13,365	利润总额	15,767	17,813	22,617	28,469	35,298
应付票据及应付账款	26,464	39,043	55,494	68,112	77,709	所得税	3,558	4,483	5,654	7,117	8,824
其他	196,761	312,515	305,117	320,178	333,526	净利润	12,209	13,330	16,963	21,352	26,473
流动负债合计	225,496	352,229	364,932	402,870	424,600	少数股东损益	1,718	676	1,152	1,581	1,961
长期借款	23,669	24,369	24,783	25,197	25,612	归属于母公司净利润	10,491	12,654	15,811	19,770	24,512
应付债券	26,685	19,105	26,685	26,685	26,685	每股收益(元)	4.65	5.61	7.01	8.76	10.86
其他	3,511	4,473	58	58	58						
非流动负债合计	53,866	47,946	51,527	51,941	52,355						
负债合计	279,362	400,175	416,459	454,811	476,955						
少数股东权益	20,464	23,508	24,660	26,241	28,202	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	2,257	2,257	2,257	2,257	2,257	成长能力					
资本公积	2,427	2,378	2,678	2,678	2,678	营业收入	33.6%	58.6%	26.5%	27.2%	18.8%
留存收益	24,459	33,676	45,650	62,258	82,817	营业利润	87.1%	12.8%	27.2%	26.1%	24.1%
其他	1,350	116	116	116	116	归属于母公司净利润	74.0%	20.6%	24.9%	25.0%	24.0%
股东权益合计	50,957	61,935	75,362	93,551	116,070	获利能力					
负债和股东权益总计	330,318	462,110	491,821	548,362	593,025	毛利率	36.7%	32.6%	33.2%	33.9%	35.0%
						净利率	19.4%	14.7%	14.6%	14.3%	14.9%
						ROE	41.0%	36.7%	35.5%	33.5%	31.6%
						ROIC	14.3%	11.4%	12.7%	13.5%	14.4%
						偿债能力					
						资产负债率	84.6%	86.6%	84.7%	82.9%	80.4%
						净负债率	35.3%	6.4%	69.5%	59.5%	41.7%
						流动比率	1.17	1.04	1.10	1.13	1.17
						速动比率	0.52	0.38	0.35	0.38	0.41
						营运能力					
						应收账款周转率	378.8	251.1	205.5	206.0	199.7
						存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	4.65	5.61	7.01	8.76	10.86
						每股经营现金流	1.69	19.31	-20.71	-0.61	4.32
						每股净资产	13.51	17.03	22.47	29.83	38.94
						估值比率					
						市盈率	6.7	5.5	4.4	3.5	2.9
						市净率	2.3	1.8	1.4	1.0	0.8
						EV/EBITDA	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
						EV/EBIT	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1

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

