

新城控股 (601155.SH)

颠簸中前行，努力争未来

核心观点:

- **竣工大幅提升，业绩表现平稳。**公司发布 2019 年报，实现收入 858.5 亿元，同比增长 58.6%，营业利润同比增长 12.8%，归母净利润增长 20.6%，核心净利润增长 31.4%，计划分红金额 38 亿元，分红率 30.3%，3 年累计分红规模 90 亿，当前市值对应股息率 5.5%。19 年公司竣工量大幅提升，保障了收入的高速增长，截至 19 年末，公司表内预收账款规模 1982 亿元，结算金额的覆盖倍数达到 2.5x，为近年的新高。
- **利润率表现回落，三四线及综合体利润率稳定。**19 年公司整体营业毛利率 32.6%，地产结算毛利率下降 4.5 个百分点。其中住宅项目毛利率下降 8.7 个百分点是主要原因，综合体结算毛利率基本稳定在 37% 左右。今年回落幅度较大主要是核心区域一二线市场，反映的是 16、17 年价格高位的项目利润率水平，后续利润率将逐步企稳。
- **商业地产高速增长，住宅开发收缩防御。**19 年全年实现销售金额 2708 亿元，同比增长 22%，中西部区域为规模增长提供了主要贡献。商业地产 19 年收入规模增长 90%，开业第二年租金增幅平均达到 300%，根据年报经营计划，20 年考虑疫情影响租金增幅依然超过 30%。
- **预计公司 20、21 年 EPS 分别为 7.07、8.73 元/股，维持“买入”评级。**2019 年是公司十分艰难的一年，突如其来的事件打破了公司自身原有的经营计划，融资受阻，销售承压，下半年公司收缩投资，紧抓回款到 19 年末公司基本实现了平稳过度。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 160/197/218 亿元，同比增长 26%/24%/11%，过去三年公司平均动态 PE 水平为 6.73X，给予 20 年 6.5xPE 估值，对应合理价值为 46.08 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**景气程度不断下降，商业项目受疫情影响，租金收入及竣工表现不达预期。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54133	85847	137551	175665	196299
增长率(%)	33.6%	58.6%	60.2%	27.7%	11.7%
EBITDA(百万元)	12031	14504	19995	28247	31757
归母净利润(百万元)	10491	12654	15951	19712	21837
增长率(%)	74%	21%	26%	24%	11%
EPS (元/股)	2.81	3.39	7.07	8.73	9.68
市盈率 (P/E)	11.1	9.2	4.4	3.6	3.2
市净率 (P/B)	2.3	1.8	1.3	0.9	0.7
EV/EBITDA	5.9	6.3	6.9	6.9	7.8

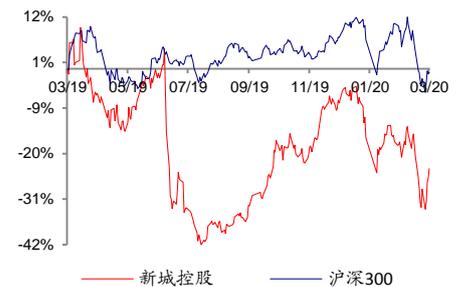
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	30.96 元
合理价值	46.08 元
前次评级	买入
报告日期	2020-04-02

相对市场表现



分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622

guoz@gf.com.cn

请注意, 乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

新城控股 (601155.SH): 开 2020-02-13
 发表表现优于预期, 商业运营
 高速增长

联系人:

邢莘 021-60750620

xingshen@gf.com.cn

一、竣工大幅提升，业绩表现平稳

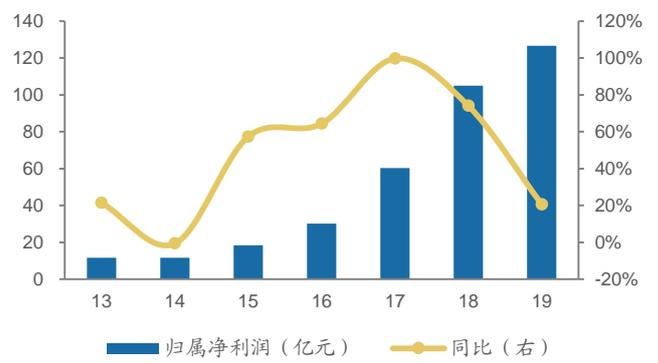
新城控股19年实现主营业务收入858.5亿元，同比增长58.6%，营业利润176.5亿，同比增长12.8%，实现归母净利润126.5亿元，同比增长20.6%，扣非净利润100亿元，同比增长31.4%，事件后维持较稳定的业绩表现。19年公司全体股东每10股派发现金红利17元，分红金额38亿元，分红率30.3%，连续3年超过30%，3年累计分红规模90亿，当前市值对应股息率5.5%。

图1：新城控股主营业务收入（亿元）及增速



数据来源：公司财报及定期业务公告，广发证券发展研究中心

图2：新城控股主营归母净利润（亿元）及增速



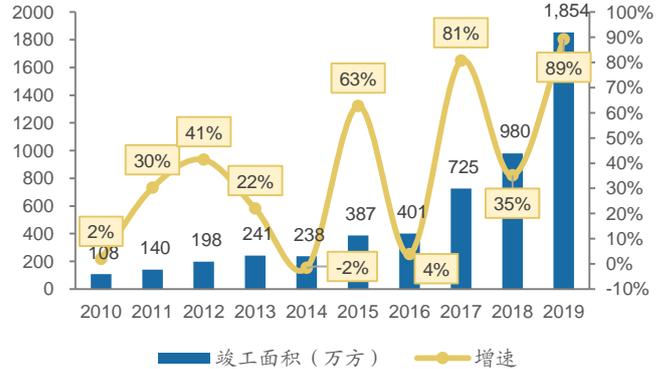
数据来源：公司财报及定期业务公告，广发证券发展研究中心

图3：新城控股分红规模（亿元）及分红比例变化



数据来源：公司财报及定期业务公告，广发证券发展研究中心

图4：新城控股竣工面积（万方）及增速



数据来源：公司财报及定期业务公告，广发证券发展研究中心

收入方面，19年主营业务收入增速高达58.6%，其中地产结算收入增长58%，商业租金及管理收入增长83%，双主业均维持了较高速的增长表现。全年公司完成竣工面积1854万方，同比增长89%，基本完成了全年竣工计划，由此带来了全口径结算金额1332亿，同比增长90%，而由于并表比例由73%下降至60%，导致表内结算金额增速低于全口径表现。截至到19年末，公司表内预收账款规模1982亿元，同比提升67%（高于销售增速），相对并表结算金额的覆盖倍数达到2.5x，业绩保障倍数达到近年的新高。

表1: 新城控股全口径及并表口径地产项目结算情况

(人民币)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
竣工面积(万方)(全口径)	198	241	238	387	401	725	980	1,854
增速	41%	22%	-2%	63%	4%	81%	35%	89%
计划					469	608	914	1,881
计划完成率					86%	119%	107%	99%
结算(交付)面积(全口径)	191	248	237	296	326	508	575	1,149
结算面积同比(% , 右)	37%	29%	-4%	25%	10%	56%	13%	100%
结算面积/竣工面积	97%	103%	100%	77%	81%	70%	59%	62%
结算(交付)均价	9,032	8,238	8,500	8,414	10,000	10,583	12,196	11,589
结算均价同比(% , 右)	18%	-9%	3%	-1%	19%	6%	15%	-5%
结算金额(全口径)				249	326	537	701	1,332
结算并表比例				92%	83%	72%	73%	60%
结算金额	173	204	202	230	271	388	508	803
结算金额同比(% , 右)	62%	18%	-1%	14%	18%	43%	31%	58%

数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图5: 新城控股预收款规模(亿元)及对结算覆盖倍数



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图6: 新城控股预收账款增速与销售增速对比

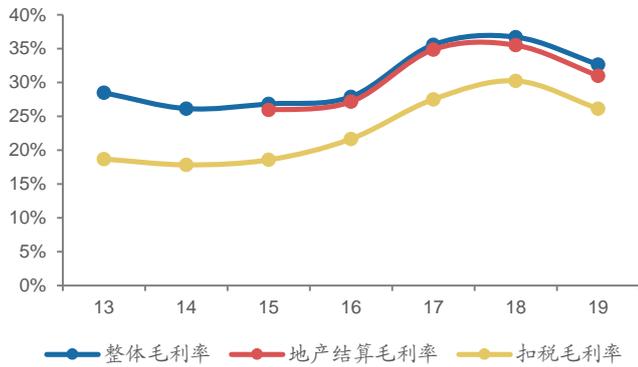


数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

年内公司营业利润增速要低于主营业务收入增速, 主要有两个原因, 其一是毛利率水平的下降; 其二是各项费用及减值规模增幅较大所致。先看利润率表现, 19年公司整体营业毛利率32.6%, 与18年相比下降4个百分点, 其中地产结算毛利率31%, 同比下降4.5个百分点。导致地产结算毛利下滑的主要原因是住宅项目, 结算毛利率下降8.7个百分点至25.6%, 而综合体项目结算毛利率则基本稳定在37%左右。

细分数据来看, 核心区一二线城市利润率下降是造成整体结算利润表现不理想的主要原因, 南京、苏州、上海、合肥、佛山等在16、17年高位获取的土地项目的利润率表现都不是很理想。三四线城市和中西部、环渤海等区域的毛利率趋势则呈现稳定或上行的趋势, 而这些区域未来将是新城贡献业绩的主体。

图7: 新城控股整体毛利及地产毛利率变化趋势



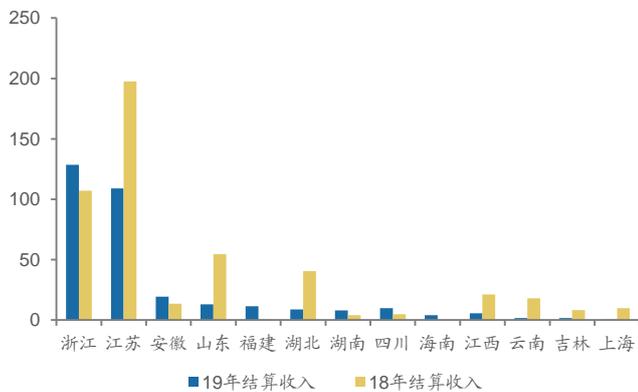
数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图8: 新城控股住宅和综合结算毛利率



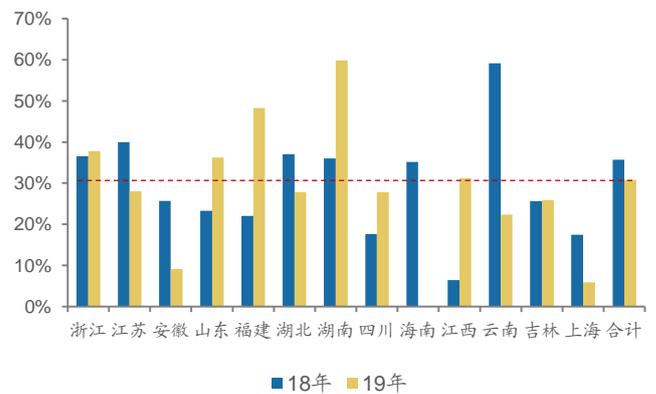
数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图9: 分区结算收入规模数据 (亿元)



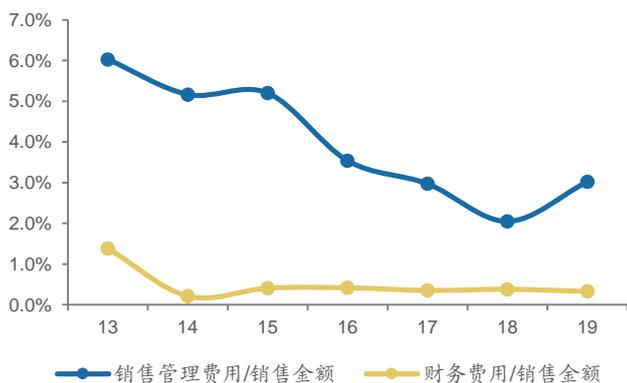
数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图10: 新城控股分区结算毛利率对比



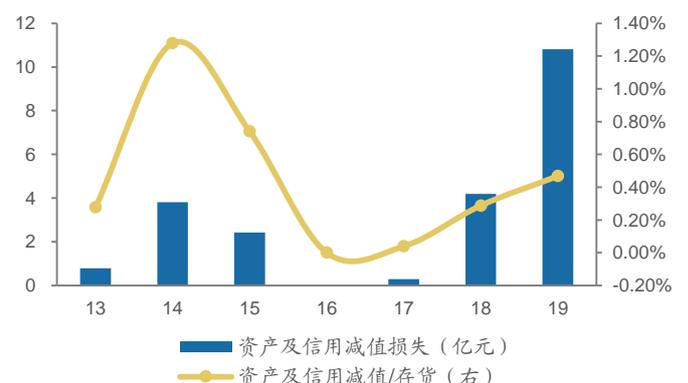
数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图11: 新城控股公司管理销售费用率变化



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图12: 新城控股资产减值准备规模 (亿元)



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

此外, 对公司利润增速造成影响的还有管理销售费用, 报告期内公司管销研三项费用合计81.92亿元, 同比增长81%, 管理及销售费用增幅均超过了当年销售增幅, 确实在年中市场及公司存在回款需求的阶段, 加大了销售和回款的力度。此外公司

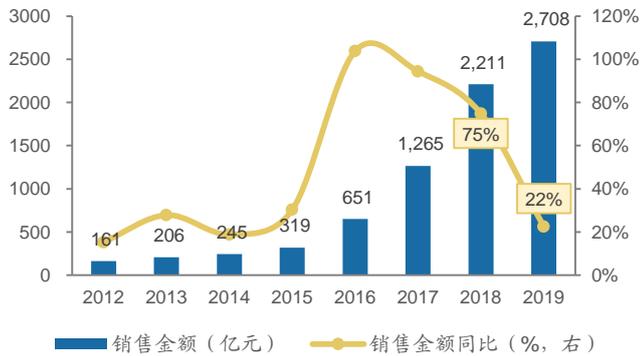
年内资产减值准备规模与上年相比增加了6.76亿，进一步摊薄了业绩。而期内公司归母净利润增速高于营业利润增速主要是少数股东损益占比降低所致，相比18年回落9个百分点。

20年依然是公司的竣工大年，计划实现竣工规模3596万方，与19年完成规模相比增长91%，连续两年竣工面积规模增长接近翻倍。大量的项目竣工将继续带动结算收入的提高，但目前的竣工计划已经远超公司的销售面积，因此后续年份的收入和结算节奏安排值得关注。

二、兑现规模增长，投资大幅收敛

2019年新城控股全年实现销售金额2708亿元，同比增长22%，年度销售净增长规模497亿元，基本按照年初的预期计划完成了增长目标。分拆规模增长的构成，其中销售均价水平11135元/平米，同比下滑9个百分点，这与公司这两年向中西部区域下沉相关，销售面积全年同比增长34%，成为提供规模整体增长的主要原因。19年公司整体推货规模约4000亿，整体货值去化率约68%，与18年相比下降4个百分点。

图13：新城控股销售金额及同比增速



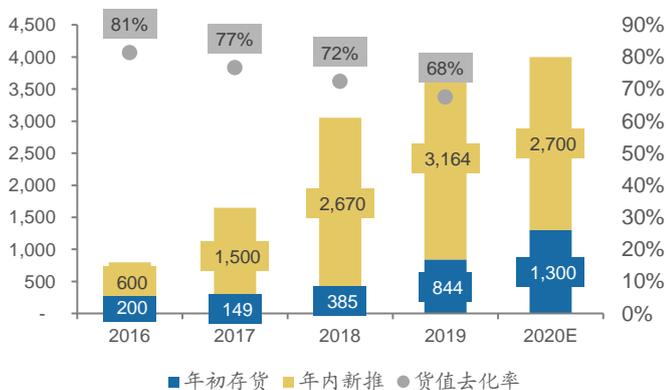
数据来源：公司财报及定期业务公告，广发证券发展研究中心

图14：新城控股销售进价及销售面积增速



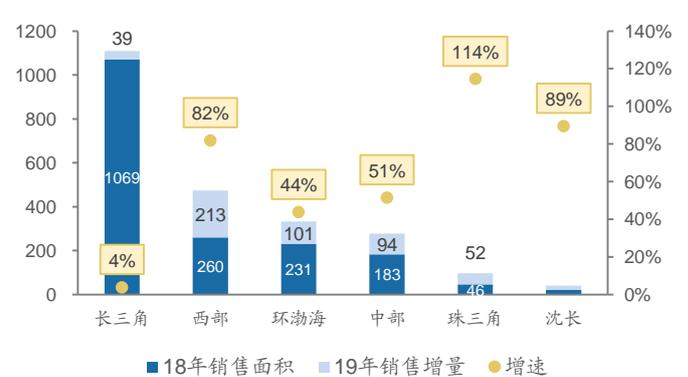
数据来源：公司财报及定期业务公告，广发证券发展研究中心

图15：新城控股推货规模（亿元）及去化率



数据来源：公司财报及定期业务公告，广发证券发展研究中心

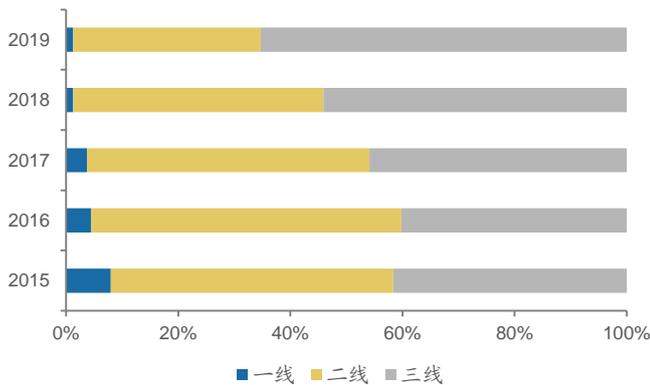
图16：新城控股分区销售规模贡献情况



数据来源：公司财报及定期业务公告，广发证券发展研究中心

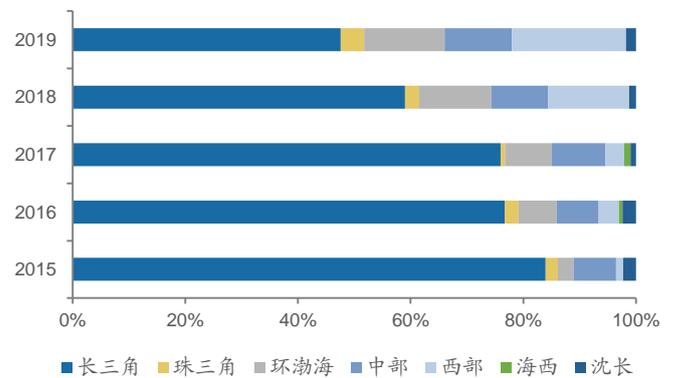
从销售分区情况来看，公司传统强势的长三角区域在19年基本维持了18年的规模，规模的增长主要由西部、环渤海和中部区域贡献，珠三角和沈长、海西区域的规模依旧偏低。其中19贡献最大的是西部区域，提供销售面积增长213万方，增速82%，远高于公司平均的水平。17、18年中西部是新城拿地力度增幅最大的区域，销售方面从17年仅有31万方，增长到19年的473万方，在14年之后公司过的土地布局策略都能为后续的销售和规模增长起到较好的效果。分线来看，三四线城市占比进一步提升，也从侧面解释了均价下降的主要原因。

图17: 新城控股分线城市销售比例变化



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图18: 新城控股分区域销售比例变化



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

回款方面，19年公司实现年内公司实现并表回款金额1600亿，同比增长35%，高于销售增速，并表回款率59%，与18年相比提升5个百分点，整体回款表现更加出色。20年公司总货值规模4000亿元，与19年推货规模基本持平，考虑疫情的因素给与全年2500亿的规模目标，若后续市场恢复较好，有望超额完成计划。

图19: 全年公司并表回款金额及回款率



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图20: 回款金额增速与销售金额增速对比



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

土地投资方面，19年公司新增拿地金额607亿，占销售金额比例22.4%，拿地力度降28个百分点，新拿地面积2508万方，同比下降47%，其中综合体拿地力度下降26%，住宅项目的投资力度下降更多。整体来看拿地力度是13年以来的最低水平，尤其是在3季度，公司还处置了一部分上半年获取的项目，总货值规模较18年底相比略有下降，当仍然维持在较安全的货值水平。

图21: 新城控股拿地金额及土地投资力度



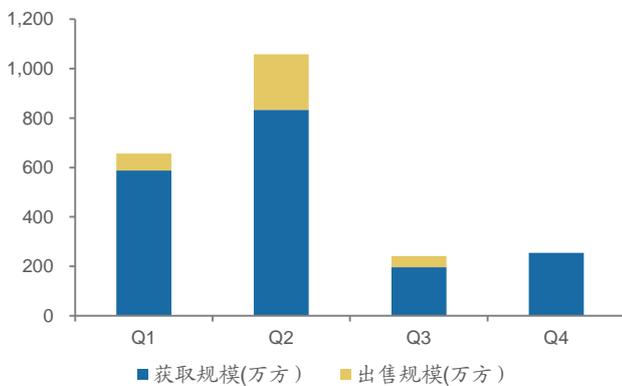
数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图22: 新城控股拿地权益占比变化趋势



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图23: 新城控股19年拿地节奏 (包含出售)



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

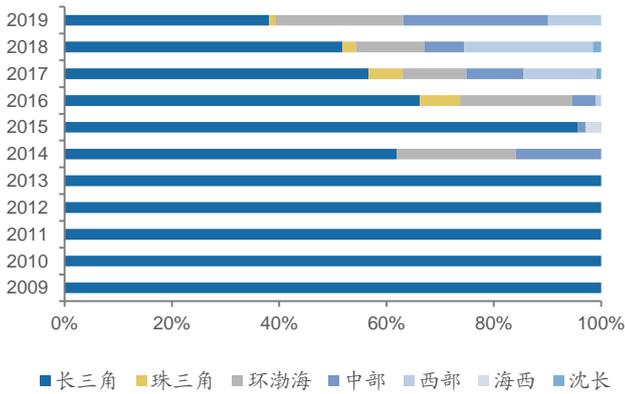
图24: 新城控股新增住宅与综合体项目规模



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

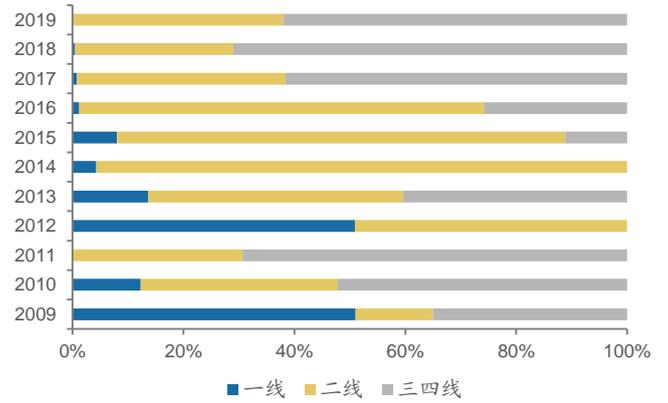
相比全口径拓展的节奏，19年公司拿地权益占比有明显的增长，建筑面积口径权益占比81%，较18年增长7个百分点，降低投资规模的同时更加聚焦。区域拓展方面，有两个变化，其一是加大了在二线城市的投资力度，土地投资金额占比重新回到了50%以上；其二是在区域选择上加大了中部区域和环渤海区域的投资力度，拿地金额和面积占比均达到20%以上。目前长三角区域、中部、环渤海和西部四个区域较之前更加均衡，从长三角单点强势逐步走向全国。

图25: 新城控股拿地金额分线城市占比



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图26: 新城控股拿地金额分线区域占比



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

三、商业运营表现快速提升

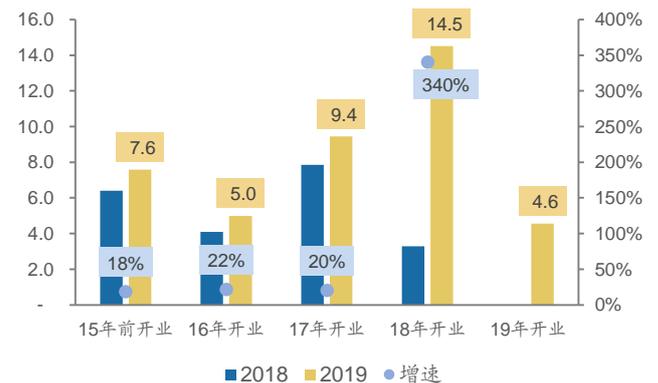
2019年商业地产业务维持了较高的增速, 全年整体租金收入规模41亿元, 同比增长90%, 15年以来商业运营增速复合增速128%, 体现出极强的成长型。从增长贡献结构来看, 19年新增的21个吾悦广场虽然仅贡献了4.6亿的收入增量, 但为2020年持续增长奠定基础, 而为19年收入贡献主要增量的是18年开业的吾悦广场, 租金收入水平14.5亿元, 增幅达到340%, 收入增量11.2亿元, 此外17年之前开业的吾悦广场平均租金贡献增速也达到20%。

图27: 新城控股商业地产收入规模 (亿元) 及增速



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

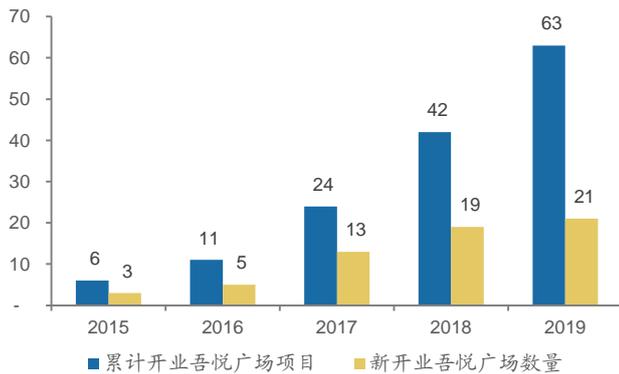
图28: 新城控股各年份开业项目收入 (亿元) 及增速



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

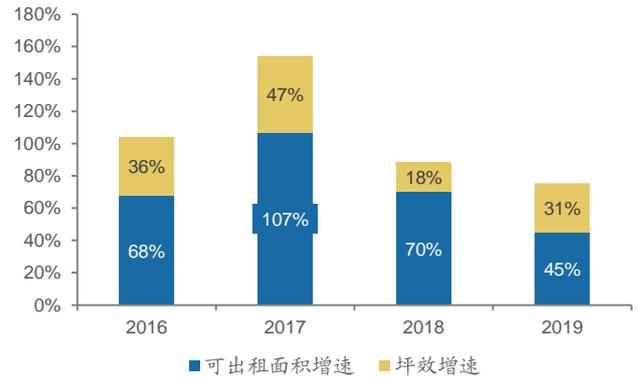
截止到19年末, 公司累计获取吾悦广场项目资源数量在120个以上, 累计开业63个, 其中轻资产项目有6个, 年内新开业项目数量达到21个。开业吾悦广场总建筑面积594万方, 平均单项目建筑面积9.42万方, 总可出租面积359万方, 平均单项目可出租面积5.7万方。

图29: 新城控股累计及年内新开业吾悦广场 (个)



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图30: 新城控股可出租面积及坪效增速贡献分析



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图31: 吾悦广场平均建筑面积可出租面积



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图32: 吾悦广场平均坪效表现 (元/平方米天)



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

截至到19年底, 已开业项目的平均坪效3.2元/平米每天, 同比增长31%, 其中18年开业项目坪效的增幅最大, 达到364%。经过几年经营数据的验证, 吾悦广场的坪效从增长速度到增长时间都证明了模式发展的可行性, 整合历史吾悦广场的经营坪效数据, 开业第一年平均坪效增幅300%, 第二到第四的年分别为34%、25%和20%。

表2: 吾悦广场每年开业的项目年度坪效增速表现 (元/平方米天)

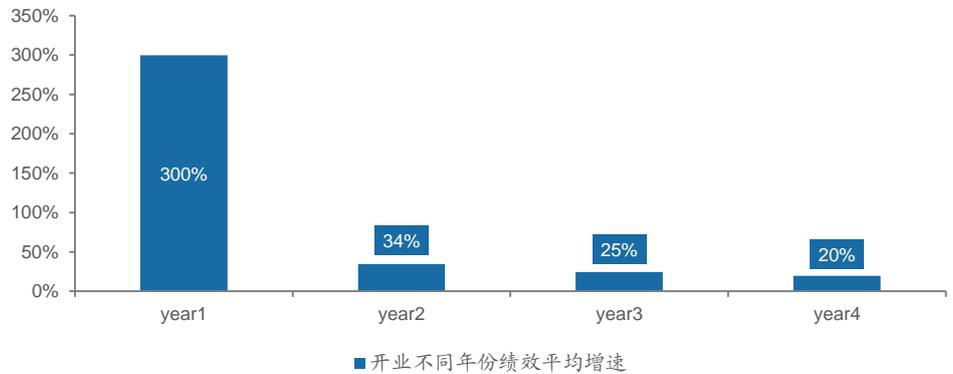
综合体运营情况 (坪效增速)	2015	2016	2017	2018	2019
2015 年前开业	102%	230%	350%	429%	513%
2016 年开业		43%	251%	333%	422%
2017 年开业			97%	318%	376%
2018 年开业				88%	407%
2019 年开业					107%

数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

近两年处于新城商业地产业务快速发展的阶段, 当年和n-1年开业项目均可出租

金收入的提升贡献较大的增量，预计20年和21年公司商业地产运营表现还将维持较高的增速表现，为整体收入业绩增长，提供助力。

图33: 新城控股吾悦广场项目不同年份坪效平均增速

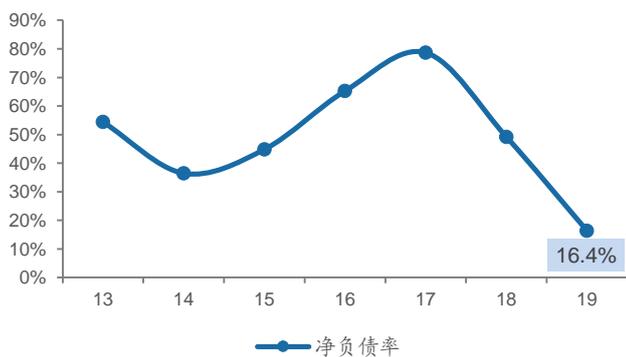


数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

四、净负债率大幅回落，债券发行逐步恢复正常

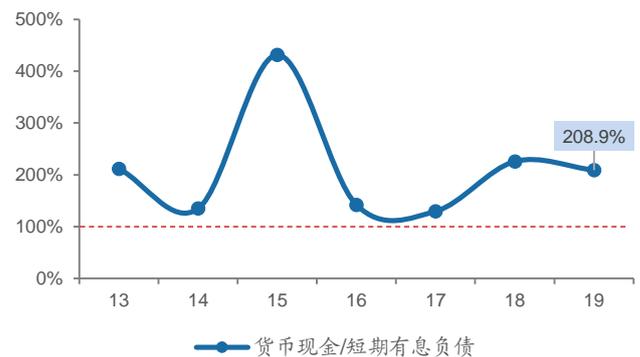
资产负债表结构方面，19年是公司收缩杠杆的一年，公司净负债规模由250亿下降至101亿元，净负债率由49%下降至16%，财务杠杆大幅收缩。整体经营稳健度显著增长。货币现金对短期负债的覆盖倍数维持在2倍以上。由于年内收缩投资，加强回款等经营策略行为，有效缓解了年中风险事件对于公司冲击，而资产负债表结构也回到了相对安全的位置。目前公司处在一个蓄势待发的状态，

图34: 新城控股净负债率数据变化情况



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图35: 新城控股货币现金对短期债务的覆盖倍数



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

债券发行方面，19年下半年之后，新城控股及港股上市的新城发展的债券发行处于暂停阶段，从19年12月开始，以新城控股集团下属境外子公司新城环球为主体的海外债务发行已经恢复，从12月16日到3月10日，累计发行7亿美金无抵押固定利

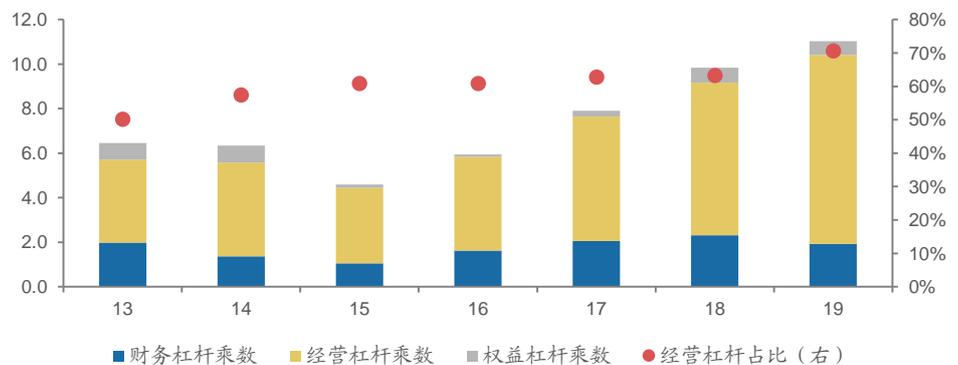
率债券，票面利率分别为7.5%和6.8%，同时新增了6个亿的境内债券，从期限和成本综合来看优于去年年初的融资情况，境内外债券市场都在逐步恢复，也使公司的经营和现金流稳定得到提升。

表3: 新城控股及新城发展海外及境内债券融资情况

发行月份	债券类型	发行主体	发行总额(亿元, 人民币)	利率	期限
19/01	ABS	新城控股	14.8	6.8%	2.0
19/01	短期融资	新城控股	6.0	4.3%	0.7
19/01	中期票据	新城控股	10.0	6.0%	3.0
19/01	海外债	新城发展	20.4	7.5%	2.0
19/01	海外债	新城控股	20.2	6.8%	1.0
19/03	公司债	新城控股	10.0	5.9%	5.0
19/03	公司债	新城控股	11.0	5.1%	4.0
19/04	海外债	新城发展	13.4	6.2%	4.0
19/05	海外债	新城环球	20.7	6.5%	3.0
19/12	海外债	新城环球	24.5	7.5%	2.0
20/02	海外债	新城环球	24.5	6.8%	3.5
20/03	公司债	新城控股	6.0	5.1%	3.0 (2+1)

数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

图36: 新城控股权益乘数及分布结构的情况

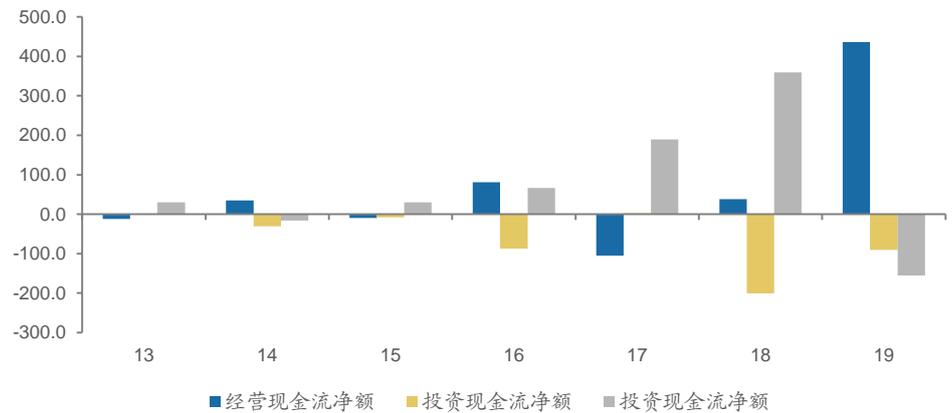


数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

从整体公司杠杆结构来看, 19年虽然财务杠杆有所压缩, 但整体杠杆乘数依靠预收账款及其他经营杠杆比例的提升, 由于特殊时期的经营处理, 使公司处于更加安全的资产负债结构。

而通过加强回款、控制投资等等措施的落实, 使公司的在融资受限, 净负债规模下降的情况下, 维持了现金流平台规模的稳定。期内公司实现经营现金流入1702亿元, 同比增长59%, 期末货币现金规模639.41亿元, 同比增长41%。

图37: 新城控股各口径现金流净额的规模 (亿元)



数据来源: 公司财报及定期业务公告, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资评级

2019年是公司十分艰难的一年, 突如其来的事件打破了公司自身原有的经营计划, 融资受阻, 销售承压, 同时还要维持接近9000万方的建安支出和债务偿还, 下半年公司收缩投资, 紧抓回款到19年末公司基本实现了平稳过度。2020年公司制定了相对谨慎的经营目标, 销售规模2500亿与商业租金收入55亿, 充分考虑了19年经营的限制及年初的疫情影响。去年的动荡, 对新城20年的经营还会存在影响, 但今年也存在一定的机遇, 较好的负债率和经营表现, 为公司的投资扩张奠定了一定的基础。

预计2020-2022年公司收入规模为1376/1757/1963亿元, 同比增长60%/28%/12%, 归母净利润分别为160/197/218亿元, 同比增长26%/24%/11%, 对应20年4.4xPE, 21年3.6xPE, 归母核心扣非净利润131/167/186亿元, 同比增长31%/28%/12%。

合理价值方面, 过去三年公司平均动态PE水平为6.73X, 行业二线公司平均动态PE为8.61x, 我们认为, 2020年随着疫情得到控制, 稳定全年经济有望成为新一阶段的政策目标, 而房地产行业在其中将会起到举足轻重的作用。给予20年6.5xPE估值, 在20年160亿全口径归母净利润下计算, 对应合理价值为46.08元/股, 维持“买入”评级。

六、风险提示

1. 2020年市场受到疫情冲击, 公司持有运营及住宅开发业务都会受到一定影响, 目前公司已经计提了一部分损失, 后续经营表现还存在不确定性。
2. 20年公司短期到期债务规模306亿元, 虽然货币现金覆盖倍数较高, 但由于

地产业务整体对流动性的依赖较强，且建安和其他支出也会占用现金流，若融资和销售不畅依然存在小概率风险事件。

3. 主要高管在近期出现了频繁离职，其中或有个人发展考虑，但也体现出公司目前内部经营状况的不稳定性，后续影响以及继任者表现仍需一段时间观察。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	264,227	367,752	440,090	537,127	640,386
货币资金	45,409	63,941	25,574	34,084	40,099
应收及预付	60,267	48,287	54,582	60,098	65,870
存货	145,573	231,259	335,943	418,955	510,427
其他流动资产	12,978	24,265	23,990	23,990	23,990
非流动资产	66,091	94,358	103,967	115,669	129,772
长期股权投资	18,809	18,889	24,791	32,167	41,495
固定资产	2,112	1,989	2,089	2,214	2,347
在建工程	0	0	418	819	1,206
无形资产	653	603	603	603	603
其他长期资产	44,518	72,877	76,066	79,866	84,121
资产总计	330,318	462,110	544,057	652,796	770,159
流动负债	225,496	352,229	370,349	404,073	449,872
短期借款	2,270	670	2,742	3,708	4,157
应付及预收	83,240	315,916	348,394	367,715	398,156
其他流动负债	139,985	35,642	19,213	32,650	47,559
非流动负债	53,866	47,946	93,100	143,290	187,211
长期借款	23,669	24,369	69,159	118,854	162,184
应付债券	26,685	19,105	19,105	19,105	19,105
其他非流动负债	3,511	4,473	4,837	5,331	5,922
负债合计	279,362	400,175	463,450	547,363	637,083
股本	2,257	2,257	2,257	2,257	2,257
资本公积	2,639	2,678	5,869	9,811	14,178
留存收益	24,459	33,676	46,437	62,207	79,676
归属母公司股东权益	30,493	38,427	54,862	74,574	96,411
少数股东权益	20,464	23,508	25,745	30,859	36,664
负债和股东权益	330,318	462,110	544,057	652,796	770,159

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	54,133	85,847	137,551	175,665	196,299
营业成本	34,273	57,822	98,830	123,196	135,989
营业税金及附加	3,500	5,605	9,510	13,623	16,038
销售费用	2,267	4,372	4,965	5,710	6,730
管理费用	2,266	3,820	4,460	5,110	6,020
研发费用	946	1,067	0	0	0
财务费用	842	892	850	848	1,309
资产减值损失	264	-940	0	0	0
公允价值变动收益	2,785	2,647	2,779	2,918	3,064
投资净收益	2,267	2,690	2,833	3,223	3,860
营业利润	15,643	17,648	24,548	33,319	37,138
营业外收支	124	165	0	0	0
利润总额	15,767	17,813	24,548	33,319	37,138
所得税	3,558	4,483	6,360	8,493	9,496
净利润	12,209	13,330	18,188	24,826	27,642
少数股东损益	1,718	676	2,237	5,114	5,805
归属母公司净利润	10,491	12,654	15,951	19,712	21,837
EBITDA	12,031	14,504	19,995	28,247	31,757
EPS (元)	2.81	3.39	7.07	8.73	9.68

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,817	43,580	-59,959	-41,742	-32,788
净利润	12,209	13,330	18,188	24,826	27,642
折旧摊销	204	277	209	221	235
营运资金变动	-120,899	158,970	-78,502	-69,206	-66,803
其它	112,302	-128,997	146	2,417	6,139
投资活动现金流	-20,013	-9,027	-4,254	-5,706	-7,188
资本支出	-10,367	-17,548	-497	-770	-778
投资变动	102,794	94,110	-3,757	-4,936	-6,410
其他	-112,440	-85,589	0	0	0
筹资活动现金流	35,891	-15,517	25,846	55,957	45,991
银行借款	35,019	29,045	54,843	74,151	83,144
股权融资	13,499	9,452	0	0	0
其他	-10,437	-20,474	-4,587	-8,140	-12,698
现金净增加额	19,728	19,072	-38,367	8,510	6,015
期初现金余额	20,281	40,009	59,081	20,714	29,224
期末现金余额	40,009	59,081	20,714	29,224	35,239

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	33.6%	58.6%	60.2%	27.7%	11.7%
营业利润增长	87.1%	12.8%	39.1%	35.7%	11.5%
归母净利润增长	74.0%	20.6%	26.1%	23.6%	10.8%
获利能力					
毛利率	36.7%	32.6%	28.2%	29.9%	30.7%
净利率	22.6%	15.5%	13.2%	14.1%	14.1%
ROE	34.4%	32.9%	29.1%	26.4%	22.7%
ROIC	17.1%	20.7%	11.0%	10.1%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	84.6%	86.6%	85.2%	83.8%	82.7%
净负债比率	35.3%	6.4%	90.2%	121.7%	136.0%
流动比率	1.17	1.04	1.19	1.33	1.42
速动比率	0.46	0.38	0.27	0.27	0.26
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.22	0.27	0.29	0.28
应收账款周转率	378.83	251.14	113.05	66.37	47.57
存货周转率	0.31	0.31	0.35	0.33	0.29
每股指标 (元)					
每股收益	2.81	3.39	7.07	8.73	9.68
每股经营现金流	1.69	19.31	-26.57	-18.50	-14.53
每股净资产	13.51	17.03	24.31	33.05	42.72
估值比率					
P/E	11.11	9.21	4.42	3.58	3.23
P/B	2.31	1.84	1.29	0.95	0.73
EV/EBITDA	5.94	6.30	6.91	6.86	7.76

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富房地产行业第一名。

郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

邢芊：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。