

增长稳健杠杆降低，分红稳步提升

——2019 年年报点评

核心观点

- **公司 2019 年业绩同比增长 21%，符合市场预期。**2019 年公司实现营业收入 709.1 亿元，同比增长 25.8%；实现归母净利润 91.2 亿元，同比增长 20.6%，仍维持较快增长。业绩增速低于营收增速主要是因为 2017-2018 年行业较为严格的限价政策使公司毛利率从 2018 年的 31.5% 下降至 30.1%。
- **销售稳健增长，投资强度稳中略降。**全年累计销售金额突破千亿为 1153.6 亿元，同比增长 13.6%。公司在京津冀、长三角、珠三角、中西部区域的 36 个城市获得土地 100 余宗，规划建筑面积 979.3 万平方米，储备货值超千亿元。截至报告期末，公司土地储备建筑面积 3,726.6 万平方米，且权益占比在 95% 左右，足以满足未来 3 年左右的销售需求。
- **净负债率略有下降，分红率稳定提升。**2019 年底公司净负债率下降至 79.7%。公司短期负债覆盖比下降至 0.9 倍，主要原因一是为了维持投资强度花费大量现金，报告期末公司在手现金 303.6 亿元，同比持平；二是 2020 年到期的非流动负债达 307.1 亿元，同比大增 75.5%，使得短期负债占比提升 10 个百分点至 52.8%。近年来公司股息发放稳定，2017-2019 年每股发放股利 0.42 元、0.45 元、0.48 元，稳步提升。
- **非开发业务实现 75.0 亿元营收，同比增加 17.0%。**公司布局了康旅、产业板块、金融和其他地产相关板块，2019 年非开发业务实现 75.0 亿元营收，同比增长 17.0%。其中物业管理营收 11.6 亿元，同比增加 72.7%，酒店管理营收 7.6 亿元，同比增长 26.9%，产业园等其他业务实现营收 55.8 亿元，同比增长 8.7%。非开发物业占比提升至 10.6%，多元化发展初见成效。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 12.05 元（原目标价 12.54 元）。**根据公司年报数据我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测至 2.41/3.01/3.15 元（原预测为 2020-2021 年 2.63/3.26 元）。可比公司 2020 年估值为 5X，对应目标价 12.05 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。利率上升超预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	56,368	70,912	86,753	113,875	120,392
同比增长(%)	45.6%	25.8%	22.3%	31.3%	5.7%
营业利润(百万元)	11,069	13,297	14,955	18,834	19,843
同比增长(%)	42.5%	20.1%	12.5%	25.9%	5.4%
归属母公司净利润(百万元)	7,565	9,120	10,458	13,105	13,702
同比增长(%)	31.3%	20.6%	14.7%	25.3%	4.6%
每股收益(元)	1.74	2.10	2.41	3.01	3.15
毛利率(%)	31.5%	30.1%	29.5%	29.9%	30.4%
净利率(%)	13.4%	12.9%	12.1%	11.5%	11.4%
净资产收益率(%)	24.8%	24.5%	22.7%	22.6%	19.2%
市盈率	4.6	3.8	3.4	2.7	2.6
市净率	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4

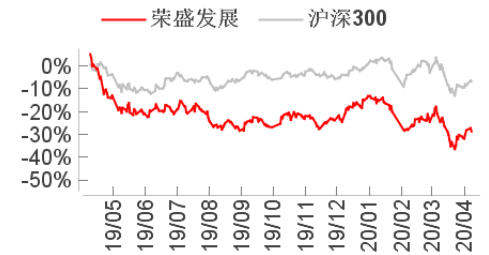
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年04月08日)	8.07 元
目标价格	12.05 元
52周最高价/最低价	12.51/7.2 元
总股本/流通A股(万股)	434,816/389,357
A股市值(百万元)	35,090
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年04月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.53	-9.93	-14.87	-32.13
相对表现	1.67	-1.28	-6.80	-25.31
沪深300	2.86	-8.65	-8.07	-6.82



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	
经营稳健保增长，杠杆降低释风险：	2020-02-19
销售增长投资优化，千亿房企再启航：	2020-01-08
业绩维持高增长，积极投资扩土储：	2019-08-15

目 录

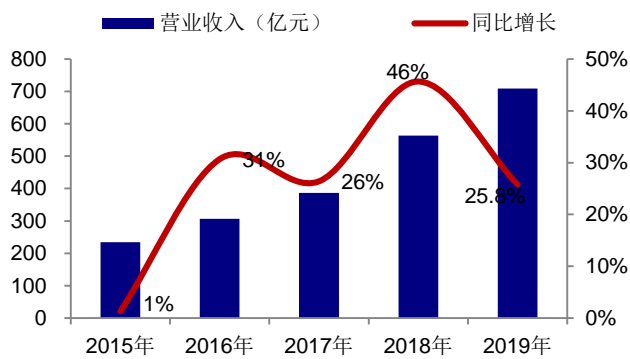
业绩符合此前预期，经营指标维持稳定	3
围绕地产的多元布局继续推进	5
盈利预测与投资建议	5
盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 2.41/3.01/3.15 元	5
投资建议：维持买入评级，目标价 12.05 元	6
风险提示	7

业绩符合此前预期，经营指标维持稳定

公司 2019 年业绩同比增长 21%，符合市场此前预期。2019 年公司实现营业收入 709.1 亿元，同比增长 25.8%；实现归属于母公司净利润 91.2 亿元，同比增长 20.6%，仍维持行业较快增长。业绩增速低于营收增速的原因是归母净利率的下降，从 2018 年的 13.4% 下降 0.5 个百分点至 12.9%。主要是因为 2017-2018 年行业较为严格的限价政策使得公司毛利率从 2018 年的 31.5% 下降至 30.1%，下降 1.4 个百分点。

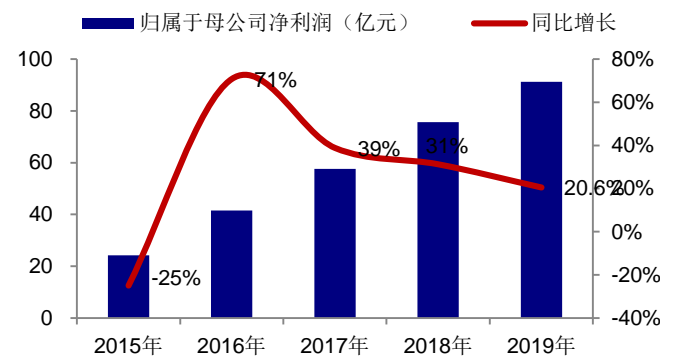
三项费用率略有回落，少数股东损益占比下降。公司 2019 年三项费用率为 7.7%，较 2018 年下降 0.2 个百分点，主要源于管理费用率及财务费用率的下降。公司投资权益占比较高，使得少数股东权益占比下降至 4.9% 的历史低位。考虑到公司 2018 年、2019 年投资的权益比重分别为 99.7% 和 94.9%，未来少数股东损益占比仍将保持低位。

图 1：公司 2019 年营业收入 709 亿元，同比增长 26%



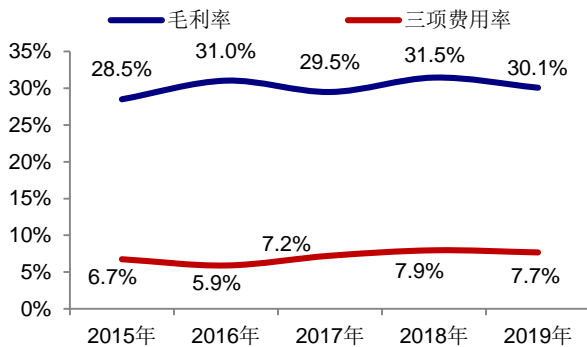
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：公司 2019 年归母净利润 91 亿元，同比增长 21%



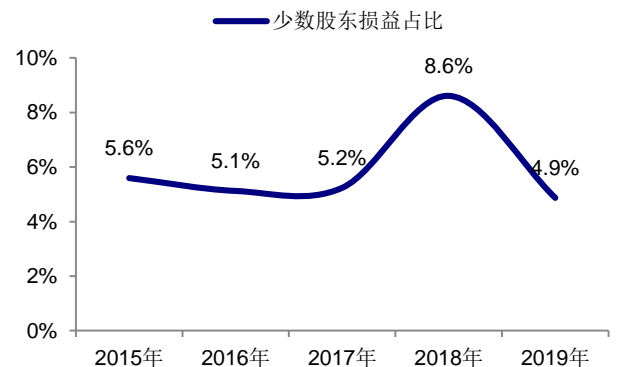
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：公司 2019 年毛利率回落至 30.1%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

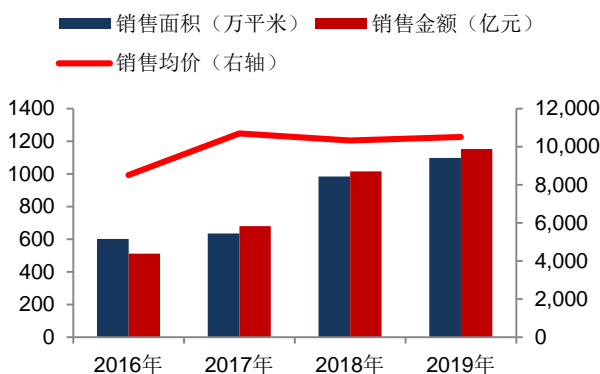
图 4：少数股东损益占比下降至 4.9%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

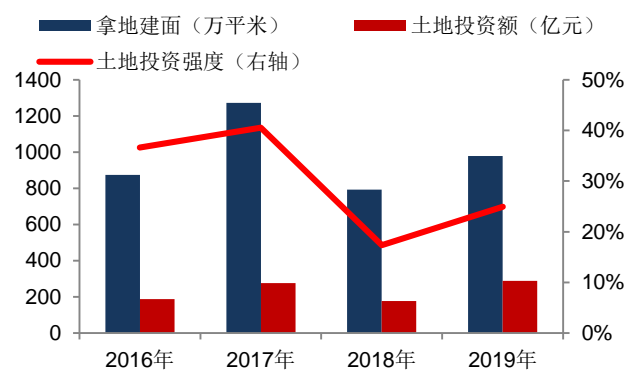
销售增速放缓，投资强度稳中略降。全年累计销售金额突破千亿为 1153.6 亿元，同比增长 13.6%，超额完成年初指标，累计销售面积 1098.1 万平方米，同比增长 11.7%，实现销售量价齐升，稳固千亿房企地位。公司坚持“两横、两纵、三组团”战略，先后在京津冀、长三角、珠三角、中西部区域的 36 个城市获得土地 100 余宗，规划建筑面积 979.34 万平方米，储备货值超千亿元。截至报告期末，公司土地储备建筑面积 3,726.64 万平方米，且权益占比很高，足以满足未来 3 年左右的销售需求。

图 5：2019 年销售金额 1154 亿元，同比增长 14%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

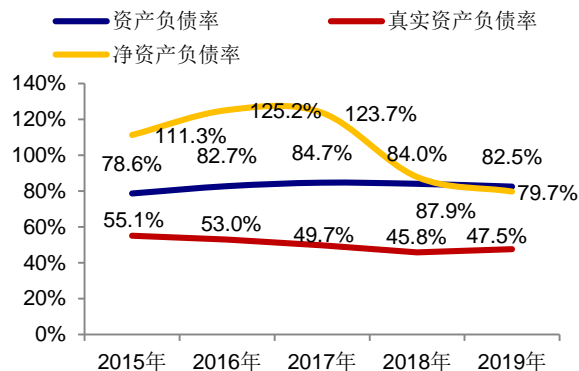
图 6：2019 年新增土储 979 万方，拿地强度有所提升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

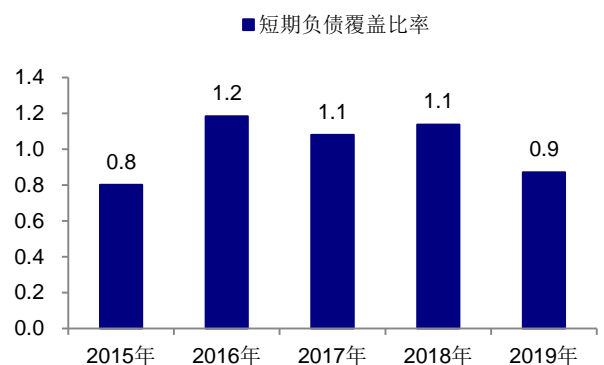
净负债率略有下降，分红率稳定提升。公司继续控制杠杆，2019 年底公司净负债率下降至 79.7%。公司短期负债覆盖比下降至 0.9 倍，主要原因一是为了维持投资强度花费大量现金，报告期末公司在手现金 303.6 亿元，同比持平。二是 2020 年到期的非流动负债达 307.1 亿元，同比大增 75.5%，使得短期负债占比提升 10 个百分点至 52.8%。考虑到公司连续三年取得正的经营性现金流，且拥有银行授信额度 885 亿元，偿债压力并不突出。近年来公司股息发放稳定，2017-2019 年每股发放股利 0.42 元、0.45 元、0.48 元，稳步提升。

图 7：公司 2019 年净负债率下降至 79.7%



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下降至 0.9 倍

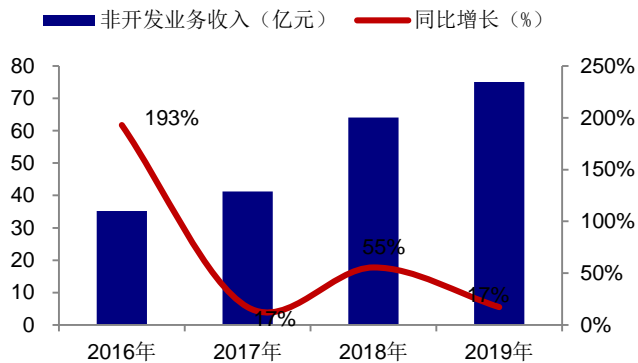


数据来源：公司公告、东方证券研究所

围绕地产的多元布局继续推进

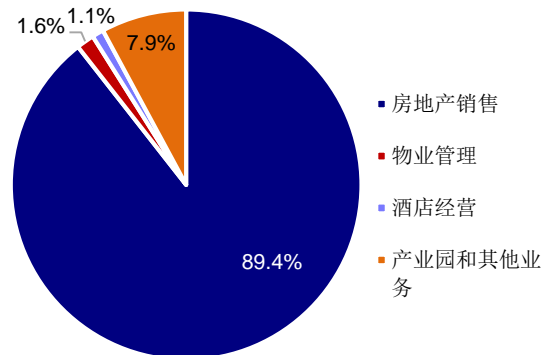
非开发业务实现 75.0 亿元营收，同比增加 17.0%。除地产业务外，公司还布局了康旅、产业板块、金融和其他地产相关板块，2019 年非开发业务实现 75.0 亿元营收，同比增长 17.0%。其中物业管理营收 11.6 亿元，同比增加 72.7%，酒店管理营收 7.6 亿元，同比增长 26.9%，产业园等其他业务实现营收 55.8 亿元，同比增长 8.7%。非开发物业占比提升至 10.6%，多元化发展初见成效。

图 9：非开发业务实现 75 亿元营收，同比增加 17%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 10：非开发业务占比逐渐提升



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 2.41/3.01/3.15 元

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.41/3.01/3.15 元（原预测为 2020-2021 年 2.63/3.26 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 788/1054/1114 亿元。
- 2) 预测房地产业务毛利率分别为 28.9%/29.5%/30.0%。
- 2) 公司销售费用率为 3.0%/3.0%/3.0%，管理费用率为 3.5%/3.5%/3.5%。
- 3) 公司所得税费用率维持在 25%。

收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
房地产业					
销售收入 (百万元)	49,961	63,410	78,780	105,397	111,375
增长率	44.5%	26.9%	24.2%	33.8%	5.7%
毛利率	31.2%	29.5%	28.9%	29.5%	30.0%
产业园					
销售收入 (百万元)	3,359	3,381	3,550	3,727	3,914

增长率	113.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	29.1%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
物业服务					
销售收入(百万元)					
增长率	43.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	21.1%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
酒店经营					
销售收入(百万元)					
增长率	47.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	76.0%	77.5%	77.5%	77.5%	77.5%
其他行业					
销售收入(百万元)					
增长率	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	31.5%	38.4%	38.4%	38.4%	38.4%
合计	56,368	70,912	86,753	113,875	120,392
增长率	45.6%	25.8%	22.3%	31.3%	5.7%
综合毛利率	31.5%	30.1%	29.5%	29.9%	30.4%

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 12.05 元

PE 估值：维持买入评级，调整目标价至 12.05 元（原目标价 12.54 元）。根据公司年报数据我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测至 2.41/3.01/3.15 元（原预测为 2020-2021 年 2.63/3.26 元）。可比公司 2020 年估值为 5X，对应目标价 12.05 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			
			2020/4/08	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E
保利地产	600048	15.16	1.59	2.22	2.68	3.18	9.5	6.8	5.7	4.8
招商蛇口	001979	16.72	1.93	2.29	2.79	3.40	8.7	7.3	6.0	4.9
阳光城	000671	7.10	0.75	1.13	1.39	1.82	9.5	6.3	5.1	3.9
碧桂园	2007.HK	9.72	1.61	1.85	2.08	2.47	6.0	5.3	4.7	3.9
新城控股	601155	32.00	4.65	5.61	7.12	8.78	6.9	5.7	4.5	3.6
		最大值					9.5	7.3	6.0	4.9
		最小值					6.0	5.3	4.5	3.6
		平均数					8.1	6.3	5.2	4.2
		调整后平均					8.3	6.3	5.1	4.2

数据来源：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。

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	30,367	30,356	27,083	28,469	30,098	营业收入	56,368	70,912	86,753	113,875	120,392
应收票据及应收账款	2,971	4,194	3,820	5,917	6,226	营业成本	38,632	49,578	61,155	79,779	83,773
预付账款	7,452	5,119	11,555	12,814	12,758	营业税金及附加	2,532	2,506	3,470	4,555	4,816
存货	136,701	160,940	198,521	327,093	343,470	营业费用	1,727	2,245	2,603	3,416	3,612
其他	34,473	33,920	38,839	47,454	49,525	管理费用及研发费用	1,950	2,270	3,036	3,986	4,214
流动资产合计	211,963	234,530	279,817	421,747	442,077	财务费用	802	917	1,618	3,089	4,418
长期股权投资	2,914	3,017	3,017	3,017	3,017	资产减值损失	297	292	10	460	40
固定资产	4,282	5,630	5,812	5,959	6,073	公允价值变动收益	6	(1)	0	0	0
在建工程	1,480	1,019	2,456	3,924	5,422	投资净收益	591	124	44	194	273
无形资产	990	1,191	1,262	1,329	1,392	其他	45	69	50	50	50
其他	6,133	9,207	1,335	1,354	1,372	营业利润	11,069	13,297	14,955	18,834	19,843
非流动资产合计	15,799	20,065	13,882	15,583	17,276	营业外收入	85	87	150	150	150
资产总计	227,762	254,595	293,700	437,329	459,353	营业外支出	211	333	200	200	200
短期借款	9,186	4,125	4,125	76,339	71,707	利润总额	10,943	13,051	14,905	18,784	19,793
应付票据及应付账款	18,952	26,038	30,116	39,287	41,254	所得税	2,666	3,464	3,726	4,696	4,948
其他	126,116	147,415	170,295	217,724	226,849	净利润	8,277	9,587	11,179	14,088	14,845
流动负债合计	154,254	177,578	204,536	333,350	339,810	少数股东损益	712	467	720	983	1,143
长期借款	31,561	26,696	27,460	28,223	28,986	归属于母公司净利润	7,565	9,120	10,458	13,105	13,702
应付债券	4,065	4,433	4,433	4,433	4,433	每股收益(元)	1.74	2.10	2.41	3.01	3.15
其他	1,522	1,216	1,423	1,387	1,342	主要财务比率					
非流动负债合计	37,148	32,344	33,315	34,042	34,761		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	191,402	209,922	237,850	367,392	374,571	成长能力					
少数股东权益	2,776	3,785	4,505	5,488	6,631	营业收入	45.6%	25.8%	22.3%	31.3%	5.7%
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348	营业利润	42.5%	20.1%	12.5%	25.9%	5.4%
资本公积	4,838	5,044	5,044	5,044	5,044	归属于母公司净利润	31.3%	20.6%	14.7%	25.3%	4.6%
留存收益	24,444	31,606	42,064	55,169	68,871	获利能力					
其他	(45)	(110)	(112)	(112)	(112)	毛利率	31.5%	30.1%	29.5%	29.9%	30.4%
股东权益合计	36,361	44,672	55,849	69,938	84,782	净利率	13.4%	12.9%	12.1%	11.5%	11.4%
负债和股东权益总计	227,762	254,595	293,700	437,329	459,353	ROE	24.8%	24.5%	22.7%	22.6%	19.2%
现金流量表						ROIC	9.6%	10.0%	10.7%	9.9%	8.5%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	8,277	9,587	11,179	14,088	14,845	资产负债率	84.0%	82.5%	81.0%	84.0%	81.5%
折旧摊销	284	419	466	504	542	净负债率	87.9%	79.7%	71.0%	159.0%	124.7%
财务费用	802	917	1,618	3,089	4,418	流动比率	1.37	1.32	1.37	1.27	1.30
投资损失	(591)	(124)	(44)	(194)	(273)	速动比率	0.49	0.41	0.40	0.28	0.29
营运资金变动	1,082	(9,222)	(21,625)	(84,402)	(7,648)	营运能力					
其它	7,657	543	8,105	424	(5)	应收账款周转率	28.8	18.6	20.2	21.9	18.6
经营活动现金流	17,512	2,120	(301)	(66,491)	11,879	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
资本支出	(3,229)	(1,391)	(2,174)	(2,204)	(2,235)	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
长期投资	(869)	2,377	0	0	0	每股指标(元)					
其他	1,130	(553)	157	193	272	每股收益	1.74	2.10	2.41	3.01	3.15
投资活动现金流	(2,968)	433	(2,017)	(2,011)	(1,963)	每股经营现金流	4.03	0.49	-0.07	-15.29	2.73
债权融资	4,083	8,746	663	763	763	每股净资产	7.72	9.40	11.81	14.82	17.97
股权融资	439	206	0	0	0	估值比率					
其他	(14,176)	(13,515)	(1,618)	69,125	(9,050)	市盈率	4.6	3.8	3.4	2.7	2.6
筹资活动现金流	(9,654)	(4,563)	(955)	69,888	(8,286)	市净率	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4
汇率变动影响	(17)	23	-0	-0	-0	EV/EBITDA	5.5	4.6	3.9	3.0	2.7
现金净增加额	4,873	(1,987)	(3,273)	1,386	1,629	EV/EBIT	5.6	4.7	4.0	3.0	2.7

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

