

## 疫情下竣工结转承压，多措并举销售基本稳定

—2020 年中报点评

## 核心观点

- **疫情下竣工结转承压，营收业绩均短暂下滑。**公司 2020 年上半年实现营业收入 58.4 亿元，同比下降 38.4%，归母净利润 2.5 亿元，同比下降 76.1%。疫情影响下公司收入和业绩均大幅下滑，房产开发同比下降 41.73%，主因开发销售和竣工结算不及预期；物业租赁收入同比下降 2.8%，写字楼业务稳定，酒店和减免租金影响较大；物业经营同比下降 65.0%，主因资管项目客流量和销售额明显下滑。利润率方面，上半年毛利润 42.5%，较 2019 年上升 2.3 个百分点，归母净利率 4.3%，较 2019 年下降 8.8 个百分点，主因疫情期间销售费用、财务费用较 2019 年分别增加 1.2、6.0 个百分点。上半年少数股东损益占比上升至 35.2%。
- **销售多措并举保持稳定，拿地趋向谨慎。**上半年公司实现销售金额 157.0 亿元，同比下降 12.0%。其中住宅销售额 148.6 亿元，销售面积 57.5 万平方米，商务销售额 8.4 亿元，销售面积 3.9 万平方米。疫情冲击后公司加速项目进度、线上销售发力，二季度实现销售额 131.9 亿元。土地投资方面，上半年公司新增佛山、遵化 2 个项目，权益拿地金额 16.2 亿元，投资强度 10.3%。公司受疫情冲击较大采取稳健投资策略，地价上涨背景下重视以合理成本获取地块。
- **负债率略有上升，短债覆盖比率下降。**公司 2020 年上半年资产负债率 76.8%，较 2019 年上升 0.9 个百分点，净资产负债率 202.3%，较 2019 年上升 13.4 个百分点。公司净资产负债率上升主因在手现金减少和短期借款增加，发行超短融满足经营融资需要。截止至 2020 年 6 月，公司在手现金 107.66 亿元，短债覆盖比率 0.5，短期偿债压力上升。

## 财务预测与投资建议

- **维持增持评级，维持目标价 9.10 元。**我们维持公司 2020~2022 年的 EPS 的预测为 1.30/1.44/1.60 元。可比公司 2020 年 PE 估值为 7X，我们维持公司 2020 年 7X 的 PE，对应目标价 9.10 元。

## 风险提示

- 销售大幅低于预期。经营项目租金收入增长不及预期。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)	22,113	26,184	32,655	40,893	46,856
同比增长(%)	-13.3%	18.4%	24.7%	25.2%	14.6%
营业利润(百万元)	5,384	5,756	6,317	7,042	7,890
同比增长(%)	-2.5%	6.9%	9.7%	11.5%	12.1%
归属母公司净利润(百万元)	3,269	3,442	3,878	4,305	4,793
同比增长(%)	8.7%	5.3%	12.7%	11.0%	11.3%
每股收益(元)	1.09	1.15	1.30	1.44	1.60
毛利率(%)	48.6%	40.2%	38.0%	36.1%	35.5%
净利率(%)	14.8%	13.1%	11.9%	10.5%	10.2%
净资产收益率(%)	10.6%	10.3%	10.7%	10.9%	11.2%
市盈率	6.3	6.0	5.3	4.8	4.3
市净率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

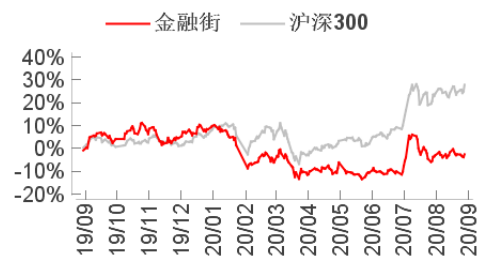
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。


**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

**投资评级** 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月28日)	6.93元
目标价格	9.10元
52周最高价/最低价	8.22/6.4元
总股本/流通A股(万股)	298,893/298,764
A股市值(百万元)	20,713
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年08月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.00	3.13	4.68	-7.85
相对表现	-2.66	-2.91	-20.93	-35.24
沪深300	2.66	6.04	25.61	27.39



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 房城琦  
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

 分红维持稳定，持有业务基本盘稳固：—— 2020-05-04  
2019 年年报点评

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

疫情下竣工结转承压，营收业绩均短暂下滑 .....	4
销售多措并举保持稳定，拿地趋向谨慎 .....	5
负债率略有上升，短债覆盖比率下降 .....	5
盈利预测与投资建议 .....	6
盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 1.30/1.44/1.60 元 .....	6
投资建议：维持增持评级，目标价 9.10 元 .....	7
风险提示 .....	7

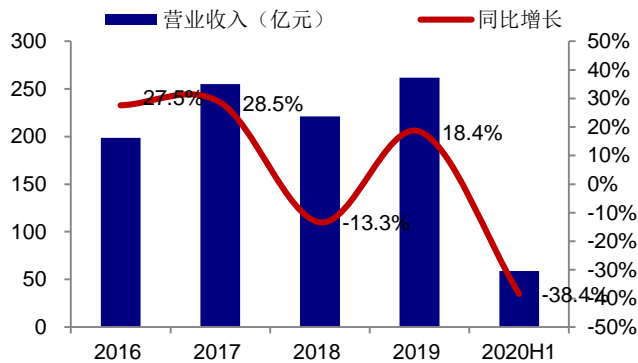
## 图表目录

图 1: 2020H1 营业收入 58.7 亿元, 同比下降 38.4%.....	4
图 2: 2020H1 归母净利润 2.5 亿元, 同比下降 76.1%.....	4
图 3: 毛利率小幅上升, 归母净利率大幅下降 .....	4
图 4: 少数股东损益占比上升至 35.2%.....	4
图 5: 2020H1 销售金额 157.0 亿元, 同比下降 12.0%.....	5
图 6: 2020H1 权益拿地金额 16.2 亿元, 投资强度下降 .....	5
图 7: 2020H1 净资产负债率为 202.3%.....	6
图 8: 2020H1 短债覆盖比率为 0.5.....	6

## 疫情下竣工结转承压，营收业绩均短暂下滑

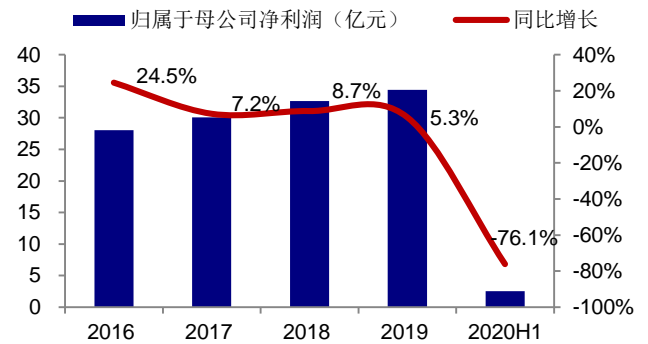
疫情下销售结转承压，营收业绩均短暂下滑。公司 2020 年上半年实现营业收入 58.4 亿元，同比下降 38.4%，归母净利润 2.5 亿元，同比下降 76.1%。疫情影响下公司收入和业绩均大幅下滑，房产开发收入 48.1 亿元，同比下降 41.73%，主因开发销售和竣工结算不及预期；物业租赁收入 9.0 亿元，同比下降 2.8%，写字楼业务保持稳定，酒店停业和对中小企业减免租金影响较大；物业经营收入 1.1 亿元，同比下降 65.0%，主因资管项目客流量和销售额明显下滑。利润率方面，上半年毛利润 42.5%，较 2019 年上升 2.3 个百分点，归母净利率 4.3%，较 2019 年下降 8.8 个百分点，主因疫情期间销售费用 4.7%，较 2019 年增加 1.2 个百分点；财务费用 12.0%，较 2019 年增加 6.0 个百分点。上半年少数股东损益占比上升至 35.2%。

图 1：2020H1 营业收入 58.7 亿元，同比下降 38.4%



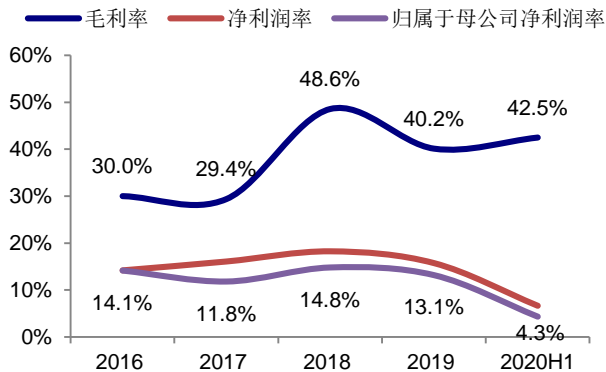
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：2020H1 归母净利润 2.5 亿元，同比下降 76.1%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：毛利率小幅上升，归母净利率大幅下降



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：少数股东损益占比上升至 35.2%

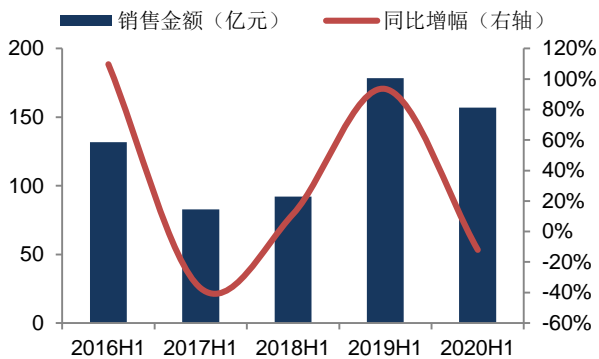


数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 销售多措并举保持稳定，拿地趋向谨慎

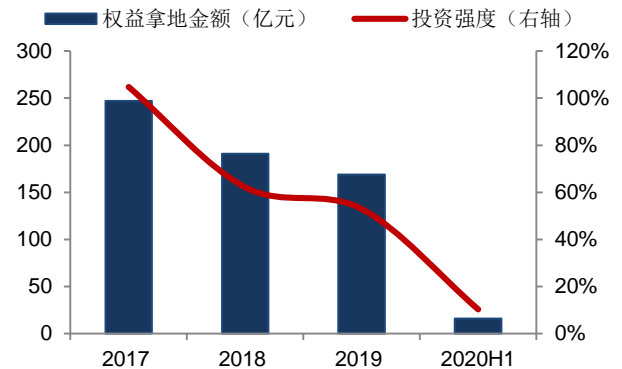
**销售多措并举保持稳定，拿地趋向谨慎。**上半年公司实现销售金额 157.0 亿元，同比下降 12.0%。其中住宅销售额 148.6 亿元，销售面积 57.5 万平方米，商务销售额 8.4 亿元，销售面积 3.9 万平方米。疫情冲击后公司销售发力，加速前期项目进度，通过“金融街悦享家”线上平台促进签约，多项目于二季度集中开盘，二季度实现销售额 131.9 亿元。土地投资方面，上半年公司新增佛山、遵化 2 个项目，权益拿地金额 16.2 亿元，投资强度 10.3%。公司受疫情冲击较大采取稳健投资策略，地价上涨背景下重视以合理成本获取地块。

图 5：2020H1 销售金额 157.0 亿元，同比下降 12.0%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

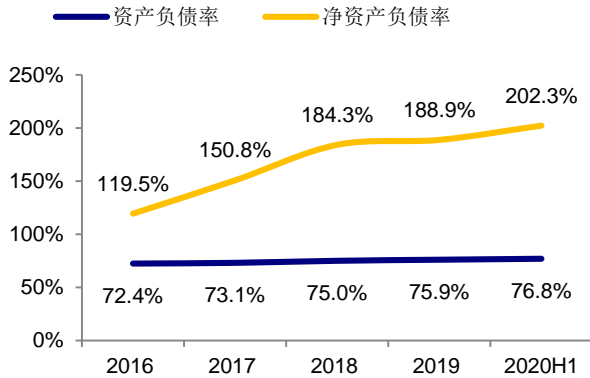
图 6：2020H1 权益拿地金额 16.2 亿元，投资强度下降



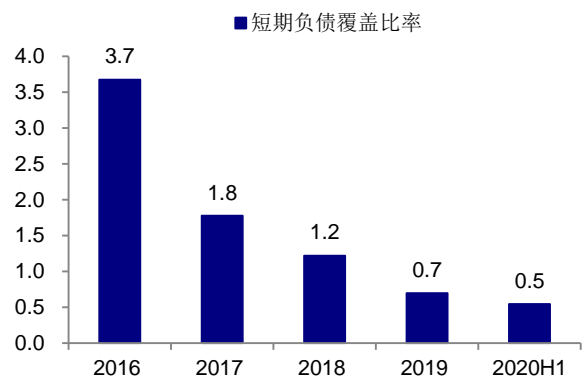
数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 负债率略有上升，短债覆盖比率下降

**负债率略有上升，短债覆盖比率下降。**公司 2020 年上半年资产负债率 76.8%，较 2019 年上升 0.9 个百分点，净资产负债率 202.3%，较 2019 年上升 13.4 个百分点。公司净资产负债率上升主因在手现金减少和短期借款增加，发行超短融满足经营融资需要。截止至 2020 年 6 月，公司在手现金 107.66 亿元，短债覆盖比率下降至 0.5 倍，其中一年期超短融 73.0 亿元，短期偿债压力上升。

**图 7：2020H1 净资产负债率为 202.3%**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 8：2020H1 短债覆盖比率为 0.5**


资料来源：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 1.30/1.44/1.60 元

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.30/1.44/1.60 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 301/381/440 亿元。
- 2) 公司销售费用率为 3.50%/3.50%/3.50%，管理费用率为 2.25%/2.25%/2.25%。
- 3) 公司所得税费用率 27.27%/27.44%/27.55%。

#### 收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>房产开发</b>					
销售收入（百万元）	19,590	23,569	30,050	38,088	43,983
增长率	-15.7%	20.3%	27.5%	26.7%	15.5%
毛利率	45.8%	36.8%	35.2%	33.5%	33.2%
<b>物业租赁</b>					
销售收入（百万元）					
增长率	11.6%	5.7%	-1.8%	9.8%	2.2%
毛利率	91.8%	91.3%	92.0%	92.0%	92.0%
<b>物业经营</b>					
销售收入（百万元）	675	687	701	715	729
增长率	4.7%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	22.8%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>其他收入</b>					

销售收入（百万元）	107	86	95	104	115
增长率	52.1%	-19.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	27.8%	1.0%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	<b>22,113</b>	<b>26,184</b>	<b>32,655</b>	<b>40,893</b>	<b>46,856</b>
增长率	<b>-13.3%</b>	<b>18.4%</b>	<b>24.7%</b>	<b>25.2%</b>	<b>14.6%</b>
综合毛利率	<b>48.6%</b>	<b>40.2%</b>	<b>38.0%</b>	<b>36.1%</b>	<b>35.5%</b>

## 投资建议：维持增持评级，目标价 9.10 元

维持增持评级，维持目标价 **9.10 元**。我们维持公司 2020~2022 年的 EPS 的预测为 1.30/1.44/1.60 元。可比公司 2020 年 PE 估值为 7X，我们维持公司 2020 年 7X 的 PE，对应目标价 9.10 元。

## 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。

**经营项目租金收入增长不及预期。**公司持有类物业主要是高端写字楼，空置率和租金水平受宏观经济影响较大，若疫情发酵引发基本面下滑，则公司持有物业的回报可能不及预期。

**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	11,957	11,027	23,909	14,722	16,868	营业收入	22,113	26,184	32,655	40,893	46,856
应收票据及应收账款	308	2,438	1,306	2,004	2,845	营业成本	11,366	15,670	20,233	26,123	30,199
预付账款	5,771	5,653	7,621	9,682	10,715	营业税金及附加	2,666	2,323	2,612	3,271	3,748
存货	77,638	80,041	70,816	91,431	105,697	营业费用	806	922	1,143	1,431	1,640
其他	3,925	11,414	7,790	10,857	13,601	管理费用及研发费用	502	605	734	919	1,053
<b>流动资产合计</b>	<b>99,600</b>	<b>110,574</b>	<b>111,442</b>	<b>128,696</b>	<b>149,726</b>	财务费用	1,489	1,565	2,572	2,675	3,068
长期股权投资	3,767	4,475	4,475	4,475	4,475	资产减值损失	8	21	0	0	0
固定资产	2,566	2,501	2,616	2,918	3,208	公允价值变动收益	24	683	937	548	722
在建工程	768	764	2,452	4,153	5,868	投资净收益	(30)	(26)	0	0	0
无形资产	573	558	437	320	208	其他	115	20	20	20	20
其他	41,254	43,119	39,687	39,688	39,688	<b>营业利润</b>	<b>5,384</b>	<b>5,756</b>	<b>6,317</b>	<b>7,042</b>	<b>7,890</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>48,927</b>	<b>51,416</b>	<b>49,667</b>	<b>51,554</b>	<b>53,447</b>	营业外收入	177	50	104	110	88
<b>资产总计</b>	<b>148,527</b>	<b>161,990</b>	<b>161,109</b>	<b>180,249</b>	<b>203,173</b>	营业外支出	20	89	38	49	59
短期借款	3,011	50	50	8,810	20,942	<b>利润总额</b>	<b>5,541</b>	<b>5,717</b>	<b>6,383</b>	<b>7,103</b>	<b>7,920</b>
应付票据及应付账款	5,488	9,200	10,605	13,845	16,521	所得税	1,504	1,597	1,740	1,949	2,182
其他	28,294	40,890	38,590	41,077	44,062	<b>净利润</b>	<b>4,037</b>	<b>4,121</b>	<b>4,642</b>	<b>5,154</b>	<b>5,738</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>36,793</b>	<b>50,140</b>	<b>49,245</b>	<b>63,732</b>	<b>81,525</b>	少数股东损益	769	679	765	849	945
长期借款	40,547	43,773	44,104	44,573	45,042	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,269</b>	<b>3,442</b>	<b>3,878</b>	<b>4,305</b>	<b>4,793</b>
应付债券	30,150	25,033	25,033	25,033	25,033	每股收益(元)	1.09	1.15	1.30	1.44	1.60
其他	3,839	4,063	0	0	0				12.7%	11.0%	11.3%
<b>非流动负债合计</b>	<b>74,535</b>	<b>72,869</b>	<b>69,137</b>	<b>69,606</b>	<b>70,075</b>	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	<b>111,328</b>	<b>123,009</b>	<b>118,382</b>	<b>133,338</b>	<b>151,600</b>						
少数股东权益	5,236	4,271	5,036	5,885	6,830	<b>成长能力</b>					
股本	2,989	2,989	2,989	2,989	2,989	营业收入	-13.3%	18.4%	24.7%	25.2%	14.6%
资本公积	6,841	6,857	6,857	6,857	6,857	营业利润	-2.5%	6.9%	9.7%	11.5%	12.1%
留存收益	21,362	24,093	27,074	30,410	34,127	归属于母公司净利润	8.7%	5.3%	12.7%	11.0%	11.3%
其他	771	771	771	771	771	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>37,198</b>	<b>38,981</b>	<b>42,727</b>	<b>46,911</b>	<b>51,573</b>	毛利率	48.6%	40.2%	38.0%	36.1%	35.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>148,527</b>	<b>161,990</b>	<b>161,109</b>	<b>180,249</b>	<b>203,173</b>	净利率	14.8%	13.1%	11.9%	10.5%	10.2%
<b>现金流量表</b>						ROE	10.6%	10.3%	10.7%	10.9%	11.2%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROIC	4.7%	4.4%	5.1%	5.2%	5.3%
净利润	4,037	4,121	4,642	5,154	5,738	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	121	124	109	113	121	资产负债率	75.0%	75.9%	73.5%	74.0%	74.6%
财务费用	1,489	1,565	2,572	2,675	3,068	净负债率	184.3%	188.9%	142.9%	169.4%	174.4%
投资损失	30	26	0	0	0	流动比率	2.71	2.21	2.26	2.02	1.84
营运资金变动	(13,626)	(4,603)	11,119	(20,714)	(13,223)	速动比率	0.60	0.61	0.82	0.58	0.54
其它	(1,081)	1,428	(1,567)	(548)	(722)	<b>营运能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>(9,029)</b>	<b>2,660</b>	<b>16,875</b>	<b>(13,320)</b>	<b>(5,018)</b>	应收账款周转率	69.2	19.1	17.4	24.7	19.3
资本支出	(782)	(5)	(1,792)	(2,000)	(2,014)	存货周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
长期投资	(6,888)	(1,614)	0	0	0	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
其他	5,226	769	937	548	722	<b>每股指标(元)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,445)</b>	<b>(850)</b>	<b>(855)</b>	<b>(1,452)</b>	<b>(1,292)</b>	每股收益	1.09	1.15	1.30	1.44	1.60
债权融资	16,050	7,116	331	469	469	每股经营现金流	-3.02	0.89	5.65	-4.46	-1.68
股权融资	1	16	0	0	0	每股净资产	10.69	11.61	12.61	13.73	14.97
其他	(3,314)	(9,844)	(3,469)	5,115	7,988	<b>估值比率</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>12,737</b>	<b>(2,712)</b>	<b>(3,138)</b>	<b>5,584</b>	<b>8,457</b>	市盈率	6.3	6.0	5.3	4.8	4.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	市净率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>现金净增加额</b>	<b>1,263</b>	<b>(902)</b>	<b>12,882</b>	<b>(9,188)</b>	<b>2,147</b>	EV/EBITDA	8.5	8.0	6.6	6.1	5.4
						EV/EBIT	8.7	8.2	6.7	6.1	5.4

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](http://www.dfzq.com.cn)

