

证券研究报告—深度报告

房地产

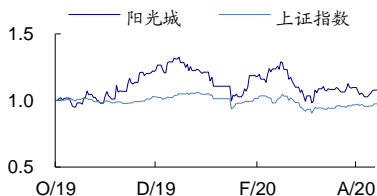
房地产开发 II

阳光城(000671)
买入

合理估值: 9.33 元 昨收盘: 7.1 元 (维持评级)

2020年10月19日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,120/4,037
总市值/流通(百万元)	29,255/28,664
上证综指/深圳成指	3,336/13,533
12个月最高/最低(元)	8.86/6.07

相关研究报告:

《阳光城-000671-重大事件快评: 险资入主助力提升公司长期价值, 十年业绩承诺彰显信心》——2020-09-10

《阳光城-000671-2020年中报点评: 经营稳健, 品质提升》——2020-08-20

《阳光城-000671-重大事件快评: 财务优化, 提质增效》——2020-05-12

《阳光城-000671-系列研报之七——2019年中报点评: 净利增长 40%, 财务再优化》——2019-08-02

《阳光城-000671-2018年年报点评: 业绩靓丽, 量与质并进》——2019-03-18

证券分析师: 任鹤

电话: 010-88005315
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

电话: 0755-81981019
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

放慢脚步, 拥抱阳光

● 估值与投资建议

公司当前处于快速扩张之后的调整阶段, 未来核心看点是以 ROIC 提升, 对冲杠杆下降, 从“高杠杆+低 ROE”走向“低杠杆+高 ROE”, 关键途径是找到收并购的合理比例。公司引战泰康, 划定十年价值轨迹, 长线吸引力明显。短期已售未结充裕, 业绩确定性较强。

结合绝对估值与相对估值, 我们认为公司合理股价区间为 9.33 至 11.91 元, 较当前股价有 31.4%至 67.7%的空间, 预计公司 2020 至 2022 年的归母净利润分别为 53.7、69.1、79.1 亿元, 对应当前股价的 PE 分别为 5.4、4.2、3.7 倍, 维持“买入”评级。

● 行业: 长期赛道仍然广阔, 短期政策改善可期, 看好 T2 房企

我们认为未来十年内商品住宅需求并不会明显萎缩, 年均销售面积大致为 12 亿平方米, 赛道仍然广阔。同时, 未来行业格局大概率是“多强”并存的局面, 中等体量房企市占率提升的速度将快于龙头房企。

● 未来看点: 找到并购黄金比例, 以 ROIC 提升, 对冲杠杆下降

公司过往呈现“高杠杆+低 ROE”特征, 直接原因是 ROIC 较低, 根本原因是收并购拿地比例过高。收并购表面楼面价较低, 但周转过慢本身降低 ROIC, 同时较高的有息负债依赖, 过高的利息支出侵蚀了盈利空间。公司未来的核心看点, 在于找到收并购的黄金比例, 以 ROIC 提升, 对冲杠杆下降, 走向“低杠杆+高 ROE”。

● 十年之约引战泰康, 划定十年价值轨迹

泰康入股一方面体现了长线资金对公司价值的认可, 长期有望提振公司估值, 另一方面也有望为公司提供长期资源支持, 并探索更多的业务协同。十年业绩承诺划定了公司价值的长期轨迹, 对长线资金的吸引力有望持续增强。

● 土储丰富支撑销售增长, 未结充足期待业绩释放

截至 2020H1, 公司土储共计 4994 万平方米, 对上年销售面积的覆盖率为 291%, 土储总量充足。合同负债 850 亿元, 同比增长 10.2%, 相对年初增长 6.1%, 对上年营收覆盖率为 139%, 预售未结资源仍然相对充裕。随着疫情影响逐渐淡化, 公司本年竣工有望提速。

● 风险提示

政策继续超预期收紧; 公司销售和回款表现不及预期; 公司竣工结算不及预期。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	56,470	61,049	76,800	96,384	111,613
(+/-%)	70.3%	8.1%	25.8%	25.5%	15.8%
净利润(百万元)	3018	4020	5370	6911	7905
(+/-%)	46.4%	33.2%	33.6%	28.7%	14.4%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.98	1.30	1.68	1.92
EBIT Margin	13.1%	12.4%	10.8%	10.8%	10.6%
净资产收益率(ROE)	13.1%	15.0%	19.1%	23.2%	24.9%
市盈率(PE)	9.5	7.2	5.4	4.2	3.7
EV/EBITDA	33.2	37.0	39.1	40.5	44.7
市净率(PB)	1.25	1.08	1.04	0.98	0.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司当前处于快速扩张之后的调整阶段，未来核心看点是以 ROIC 提升，对冲杠杆下降，从“高杠杆+低 ROE”走向“低杠杆+高 ROE”，关键途径是找到收并购的合理比例。公司引战泰康，划定十年价值轨迹，长线吸引力明显。短期已售未结充裕，业绩确定性强。

结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为 9.33 至 11.91 元，较当前股价有 31.4%至 67.7%的空间。预计公司 2020 至 2022 年的归母净利润分别为 53.7、69.1、79.1 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 5.4、4.2、3.7 倍，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，房地产仍然具备系统重要性，市场景气度若出现迅速下行，调控政策基调将出现相应调整，以保证行业不出现较大的系统性危机。

第二，公司在市场景气度下行期，愿意降低规模诉求，继续降低财务杠杆，并能够以经营效率（ROIC）的提升，降低财务杠杆下降的影响。

第三，公司拿地结构方面将进行调整，适当降低收并购拿地比例，提高收并购拿地质量，并以此提升公司 ROIC，降低有息负债依赖。

与市场的差异之处

市场对公司的关注集中于逐渐降低的杠杆和未来较为确定的业绩承诺，并未关注到公司在行业中的关键特质和未来看点。此外，对公司收并购拿地比例较多的影响，没有进行定量的分析。

我们基于详实的数据比较和逻辑推演，得出以下结论：

- 1.公司以往的核心问题是“高杠杆+低 ROE”组合，根本原因是收并购过多；
- 2.收并购项目天生周转速度慢，一方面本身降低 ROIC，另一方面提高了有息负债依赖，过高的利息支出，对冲掉了较低的楼面价，共同导致 ROIC 明显低于行业；
- 3.相应的，公司未来最大的看点是找到收并购的黄金比例，实现 ROIC 的提升，从“高杠杆+低 ROE”组合，走向“低杠杆+高 ROE”组合，改善空间宽阔，改善途径清晰。

股价变化的催化因素

第一，短期来看，随着市场景气度的持续下行，政策基调有望好转，进而带来行业的贝塔机会，公司作为高弹性房企，短期股价表现可期。

第二，长期来看，公司降低收并购拿地比例，实现 ROIC 提升，从“高杠杆+低 ROE”组合，走向“低杠杆+高 ROE”组合，改变公司估值的底层逻辑。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，房地产市场超预期下行；

第二，公司业绩结算不及预期；

第三，公司收并购拿地比例继续提升。

内容目录

估值与投资建议	6
调整现值法估算房地产开发业务	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对估值法估算房地产业务	7
投资建议	8
起步福建布局全国，二十五载砥砺前行	8
闽系房企优秀代表，打造多维业务模式	8
股权结构稳定，引战泰康料进一步改善股权结构	10
股权激励深度绑定股东与管理层利益	10
销售结构更趋均衡，产品迭代所计深远	11
行业分析：长期赛道仍然广阔，短期政策改善可期	13
长期赛道仍然宽阔，看好 T2 房企	13
短期行业景气延续下行，政策基调改善可期	14
未来看点：以 ROIC 提升，对冲杠杆下降	15
过往“高杠杆+低 ROE”组合，直接原因是较低的 ROIC	15
“高杠杆+低 ROE”组合的背后是收并购拿地占比过高	16
未来看点：找到收并购的黄金比例，以 ROIC 提升，对冲杠杆下降	19
土储丰富支撑销售增长，未结充足期待业绩释放	20
土储丰富，地货比合理，未来三年销售有支撑	20
已售未结充裕，业绩确定性强	21
十年之约引战泰康，划定十年价值轨迹	21
引入长期战投，助力未来发展	21
十年业绩承诺，划定价值轨迹	22
盈利预测	22
假设前提	23
未来 3 年盈利预测	23
盈利预测的敏感性分析	23
投资建议	24
风险提示	24
估值的风险	24
盈利预测的风险	24
政策风险	24
经营风险	24
财务风险	25
市场风险	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 房地产板块 PE 变化.....	7
图 2: 阳光城产业布局全国	8
图 3: 公司发展历程	9
图 4: 公司营业收入变化情况	9
图 5: 公司归母净利润变化情况.....	9
图 6: 截至 2020 年 10 月 7 日公司股权结构一览.....	10
图 7: 转让后公司股权结构	10
图 8: 公司总营业收入与房地产营业收入对比	12
图 9: 公司毛利总额与房地产实现毛利对比.....	12
图 10: 公司历年房地产销售金额及同比	12
图 11: 公司历年房地产销售面积及同比	12
图 12: 2020 上半年公司各区域销售金额占比.....	12
图 13: 2020 上半年公司各区域销售面积占比.....	12
图 14: 未来 10 年需求仍处较高水平 (单位: 亿平方米)	13
图 15: 房地产开发行业步入成熟期.....	13
图 16: 行业格局未来更趋“多强”并存局面	14
图 17: 龙头房企历年自由现金流 (单位: 亿元)	14
图 18: 大中型房企历年自由现金流 (单位: 亿元)	14
图 19: 新开工去化率与景气周期.....	15
图 20: “高杠杆+低 ROE”的直接原因是较低的 ROIC.....	16
图 21: 20H1 主流房企净负债率 (单位: %)	16
图 22: 近年公司净负债率降低卓有成效	16
图 23: 公融资成本处于行业较高水平	16
图 24: “高杠杆+低 ROE”组合的直接原因是较低的 ROIC	16
图 25: 公司历年收并购拿地金额及比例 (单位: 亿元)	17
图 26: 公司历年收并购拿地面积及比例 (单位: 万平方米)	17
图 27: 收并购项目明显拉低平均楼面价 (单位: 元/平方米)	18
图 28: 公司资本化利息抵消了较低地价打来的利润空间	18
图 29: 收并购项目较多拉低了公司的 ROIC.....	18
图 30: ROIC 与预售时间反相关 (项目周期 T=3.5)	19
图 31: “低杠杆+高 ROE”: 以 ROIC 提升, 对冲杠杆下降.....	19
图 32: 公司改善路径示意图	19
图 33: 公司收并购拿地金额占比有所下降 (单位: 亿元)	20
图 34: 公司并购拿地面积占比有所下降 (单位: 万平方米)	20
图 35: 公司土储丰富, 有力支撑未来销售.....	20
图 36: 公司土储地货比合理, 盈利能力有保证.....	20
图 37: 公司土储面积分布	21
图 38: 各区域楼面价及地货比 (单位: 元/平方米)	21
图 39: 公司营业收入及合同负债覆盖率 (单位: 亿元)	21
图 40: 公司地货比及资本化利息 (单位: 亿元)	21

图 41: 公司承诺业绩增速下限 (单位: %)	22
图 42: 公司现金分红比例将提升 (单位: 亿元)	22
表 1: 资本成本假设	6
表 2: 房地产开发业务 RNAVPS 测算	6
表 3: RNAVPS 基于房价和 WACC 的双变量敏感性分析	7
表 4: 金科股份与可比公司 2020 年 PE 对比一览	7
表 5: 阳光城重大事件一览	9
表 6: 2012 年公司股票期权行权考核情况	11
表 7: 2018 年公司股票期权行权考核条件	11
表 8: 公司员工持股计划业绩考核要求	22
表 9: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)	23
表 10: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)	23

估值与投资建议

阳光城集团股份有限公司（以下简称阳光城或公司）成立于 1995 年，经 25 载砥砺前行，现已成为布局全国超 100 座城市的全国性地产商。2019 年，阳光城实现销售金额 2110 亿元，综合实力位列中国地产 TOP13。阳光城秉承“精英治理、三权分立”的顶层设计，以“规模上台阶，品质树标杆”为战略目标，致力于打造“品质可靠、绿色健康、便捷安全”的产品。

我们对公司房地产开发业务采用调整现值法进行估算，并选取可比公司结合相对估值法进行估值。

调整现值法估算房地产开发业务

我们采用假设开发法评估其项目价值。基于审慎原则，暂不考虑 2020 年新增项目的价值。在保守假设下（2020-2022 年，未来三年房地产销售的签约均价接近但不高于 2019 年的签约均价，WACC 取 11%），估算出公司房地产业务 RNAVPS 为 11.91 元，较当前股价有 67.7% 的空间。

表 1: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2
无风险利率	3.20%
股票风险溢价	8.00%
公司股价	7.10
发行在外股数	4120
股票市值(E)	29252
债务总额(D)	108870
Kd	4.60%
T	25.00%
Ka	12.80%
有杠杆 Beta	4.54
Ke	39.56%
E/(D+E)	21.20%
D/(D+E)	78.80%
WACC	11.11%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 房地产开发业务 RNAVPS 测算

房地产权益增值(百万元)	22320
账面净资产(百万元)	26744
重估净资产(百万元)	49064
总股本(百万)	4120
RNAVPS(元)	11.91
P/NAV	0.60
溢价率	67.7%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

绝对估值的敏感性分析

一、假设加权平均资本成本 WACC 取 11%，暂时只考虑房地产开发业务，在保守假设下，得出每股重估净资产（RNAVPS）为 11.91 元，较当前股价有 67.7% 的空间。

二、当销售均价和未来三年的折现率同时变化的情况下，假设 WACC 飙升至 17% 且未来三年销售均价暴跌 50%，RNAVPS 为 9.33 元，较当前股价仍

有 31.4% 的空间。

表 3: RNAVPS 基于房价和 WACC 的双变量敏感性分析

11.78		房价波动					
		0%	-10%	-20%	-30%	-40%	-50%
WACC	11%	11.91	11.42	10.85	10.42	9.89	9.36
	13%	11.84	11.37	10.91	10.39	9.87	9.35
	15%	11.77	11.32	10.88	10.36	9.85	9.34
	17%	11.70	11.27	10.84	10.33	9.83	9.33

资料来源: 国信证券经济研究所测算

相对估值法估算房地产业务

我们选取销售规模与阳光城相当的房企作为参考, 可比公司 2020、2021 年平均动态 PE 分别为 5.8、4.8 倍, 而阳光城 2020、2021 年平均动态 PE 分别为 5.5、4.3 倍, 若按可比公司平均动态 PE 给阳光城进行估值, 则估值变化后公司股价为 7.90 元, 较当前股价有 11.3% 的空间; 此外, 公司 PB 为 0.9, 在选取的可比公司中排名第一, 具有显著比较优势。

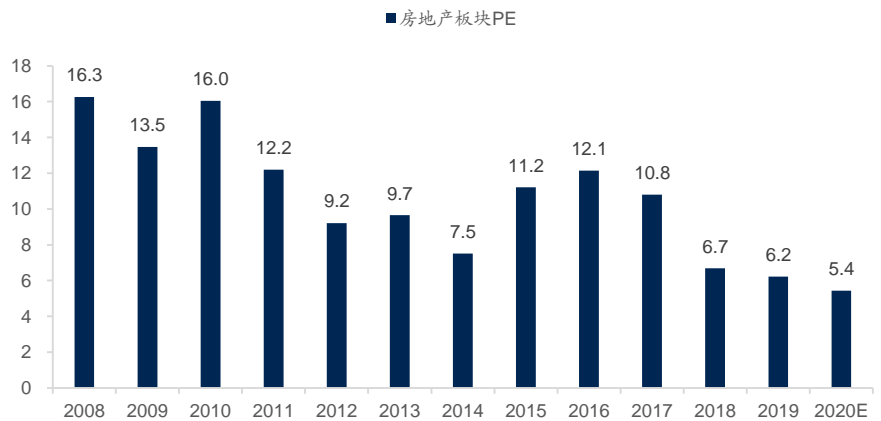
表 4: 金科股份与可比公司 2020 年 PE 对比一览

房企	PB	2020 年动态 PE	2020 年动态 PE
金科股份	1.5	6.9	5.6
新城控股	1.4	4.9	4.0
中南建设	1.3	4.9	3.8
金地集团	1.0	5.6	4.8
招商蛇口	1.1	6.9	5.9
可比公司均值		5.8	4.8
阳光城	0.9	5.5	4.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

截至最新收盘日, 房地产板块 2020 年动态 PE 为 5.4 倍, 处在历史最低水平, 比 2019 年 1 月 3 日的底部估值水平 (6.2 倍动态 PE) 仍低 12.6%。我们认为, 目前行业景气度延续下行趋势、行业整体扩张积极性维持低位, 持续的景气度下行有望带来政策基调的改善, 政策基调的转折有望修复板块估值, 带动公司估值提升。基于保守原则, 若板块估值修复至 2019 年底部估值水平 6.2 倍, 带动公司估值同步提升, 则估值提升后公司股价为 7.99 元, 较当前股价有 12.6% 的空间。

图 1: 房地产板块 PE 变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

公司当前处于快速扩张之后的调整阶段，未来核心看点是以 ROIC 提升，对冲杠杆下降，从“高杠杆+低 ROE”走向“低杠杆+高 ROE”，关键途径是找到收并购的合理比例。公司引战泰康，划定十年价值轨迹，长线吸引力明显。短期已售未结充裕，业绩确定性强。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为 9.33 至 11.91 元，较当前股价有 31.4%至 67.7%的空间。预计公司 2020 至 2022 年的归母净利润分别为 53.7、69.1、79.1 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 5.4、4.2、3.7 倍，维持“买入”评级。

起步福建布局全国，二十五载砥砺前行

闽系房企优秀代表，打造多维业务模式

阳光城集团（000671.SZ）是国内高成长性绿色地产运营商，脱胎于世界 500 强阳光控股，25 载砥砺前行，布局全国超 100 座城市，匠心筑就超 300 精品项目。2019 年，阳光城实现销售金额 2110 亿元，综合实力位列中国地产 TOP13。阳光城秉承“精英治理、三权分立”的顶层设计，以“规模上台阶，品质树标杆”为战略目标，致力于打造“品质可靠、绿色健康、便捷安全”的产品。

图 2：阳光城产业布局全国



资料来源:公司官网，国信证券经纪研究所整理

住宅开发方面，公司以“品质可靠、绿色环保”的产品理念，打造先于时代人居发展的住宅产品战略“绿色智慧家”，产品涵盖翡丽系、悦澜系、檀系和 TOP 系，以超群卓越的产品力，匠心筑梦，一路阳光。

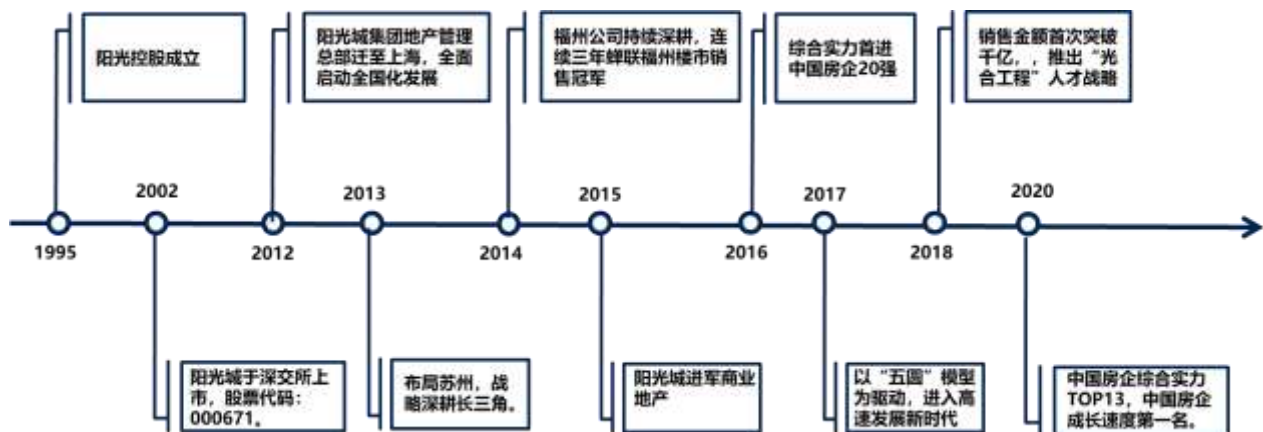
多元业务方面，公司致力于打造商业运营、酒店开发、建筑施工、产业运营的房地产业务全产业链，全国拥有 17 座星级酒店，22 座标杆商业综合体，打造上海阳光·张江 NEO、广东清远天安智谷等大型综合性产业园项目以及延安北大培文教育小镇、贵阳龙溪教育城等大型城市区域综合开发项目，为中国城市的发展与繁荣贡献力量。

表 5: 阳光城重大事件一览

时间	大事件
1991	公司注册登记, 注册资本为 800 万元。
1995	阳光控股成立并投资兴建“福建阳光假日大酒店”。
2002	阳光城于深交所上市 (股票代码: 000671)。
2006	马堡战略会议召开, 确定集中整合集团优势资源, 推动房地产主业快速发展。
2012	阳光城集团地产管理总部迁至上海, 全面启动全国化发展, 一年抢入 7 块黄金地块。
2013	福州公司实现全年销售金额 111.5 亿元, 勇夺福州销售金额、面积双冠王, 福州楼市首个百亿房企。
2013	布局苏州, 战略深耕长三角。
2014	福州公司持续深耕, 连续三年蝉联福州楼市销售冠军; 集团荣获中国房地产开发企业运营效率 10 强第 1 及中国房地产百强企业成长性 TOP10 第 1“双冠王”; 进军杭州, 长三角版图再添重镇。
2015	阳光城首个大型商业综合体西安阳光天地火爆开业, 阳光城进军商业地产。
2016	综合实力首进中国房企 20 强。
2017	以“五圆”模型为驱动, 进入高速发展新时代, 明确“规模上台阶, 品质树标杆”战略发展目标, 以“三全”投资战略为引擎, 土地储备突破 5000 亿元, 超八成土储位于核心一二线城市。
2018	销售金额首次突破千亿, 全年销售金额 1628 亿, 位列中国地产 Top14; 推出“光合工程”人才战略, 以人才核心打造企业竞争力, 为成为百年企业奠定人才基础。
2019	阳光城继续围绕“规模上台阶、品质树标杆”的战略目标, 销售规模突破“双千亿”; 销售金额位列全国主流地产企业 Top13。
2020	中国房地产开发企业综合实力 TOP13; 中国房地产开发企业成长速度第一名。

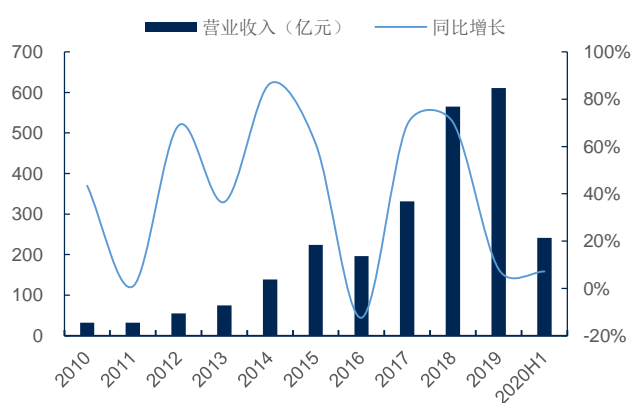
资料来源: 公司官网, 国信证券经纪研究所整理

图 3: 公司发展历程



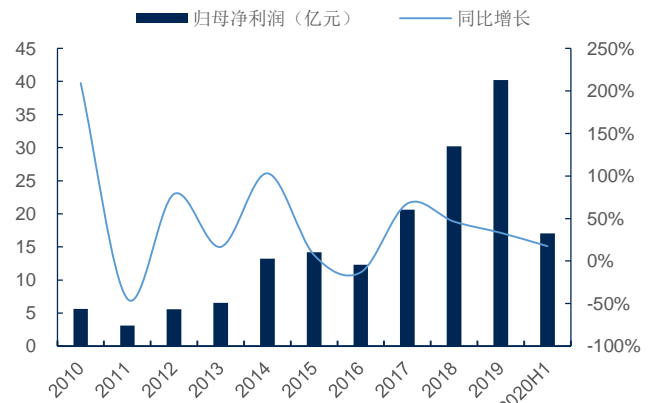
资料来源: 公司官网, 国信证券经纪研究所整理

图 4: 公司营业收入变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司归母净利润变化情况



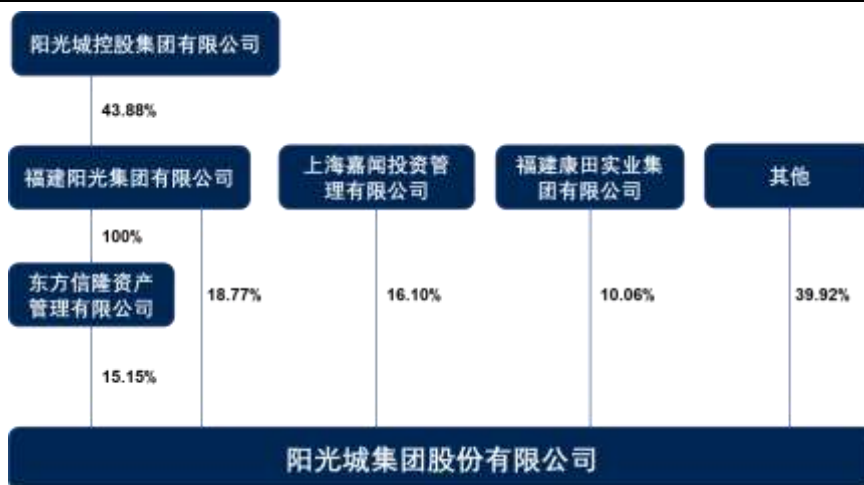
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，引战泰康料进一步改善股权结构

公司控股股东为福建阳光集团有限公司，持股比例为 33.92%（直接持股 18.77%，通过东方信隆资产持股 15.15%），实际控制人为吴洁。第二至第四大股东分别为上海嘉闻投资管理有限公司、东方信隆资产管理有限公司、福建康田实业集团有限公司，持股比例分别为 16.10%、15.15%、10.06%。其中东方信隆资产管理有限公司为福建阳光集团有限公司的全资子公司。

2020 年 9 月，公司第二大股东上海嘉闻与泰康人寿和泰康养老签订《股权转让协议》，约定泰康人寿及泰康养老通过协议受让的方式，从上海嘉闻受让公司 13.5% 的股份。公司成功引入泰康资产作为长期战略投资者，股权结构更趋合理。

图 6：截至 2020 年 10 月 7 日公司股权结构一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：转让后公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经纪研究所整理

股权激励深度绑定股东与管理层利益

公司先后进行两次股权激励计划，将管理层和股东的核心利益紧紧捆绑在一起，并且在有效提升公司经营效率的同时降低了风险发生的可能性，极大地调动了员工的工作积极性，充分体现出公司对未来业绩增长的信心。

2012 年股权激励

公司股权激励计划获授期权数量 9262.5 万份，第一个行权期已行权期权数量 2562.15 万份，行权价格为 4.66 元；第二个行权期已行权期权数量 2419.65 万份，行权价格由 4.66 元调整为 4.60 元，合计注销 1168.5 万份，第三个行权期可行权期权数量 3112.2 万份，行权价格调整为 1.78 元。

表 6: 2012 年公司股票期权行权考核情况

行权期	主要行权条件	业绩考核
第一个行权期	净资产收益率: 授权日当年 (T 年, 2012 年) 加权平均净资产收益率不低于 17.5%; 净利润增长率: 以 2011 年经审计净利润为基数, 2012 年净利润增长不低于 35%。	2012 年度公司经审计加权平均净资产收益率 27.30%, 净利润较 2011 年度净利润增长率为 78.85%, 扣除非经常性损益的净利润较 2011 年度扣除非经常性损益的净利润增长率为 40.68。满足行权条件。
第二个行权期	净资产收益率: T+1 年 (2013 年) 加权平均净资产收益率不低于 18%; 净利润增长率: 以 2011 年经审计净利润为基数, 2013 年净利润增长不低于 70%。	2013 年度公司经审计加权平均净资产收益率 24.82%, 净利润较 2011 年度净利润增长率为 108.66%, 扣除非经常性损益的净利润较 2011 年度扣除非经常性损益的净利润增长率为 100.03%。满足行权条件。
第二个行权期	净资产收益率: T+2 年 (2014 年) 加权平均净资产收益率不低于 18.5%; 净利润增长率: 以 2011 年经审计净利润为基数, 2014 年净利润增长不低于 105%。	2014 年度公司经审计加权平均净资产收益率 32.37%, 净利润较 2011 年度净利润增长率为 323.83%, 扣除非经常性损益的净利润较 2011 年度扣除非经常性损益的净利润增长率为 320.62%。满足行权条件。

资料来源:公司公告, 国信证券经纪研究所整理

2018 年股权激励

公司 2018 年推行股票期权激励计划, 授予对象为公司董事、高级管理人员、核心业务骨干, 首次授予的激励对象共计 442 人, 拟授予的股票期权数量为 34500 万份, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 8.52%。其中首次授予 28100 万份, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 6.94%, 占本激励计划股票期权授予总数的 81.45%。

表 7: 2018 年公司股票期权行权考核条件

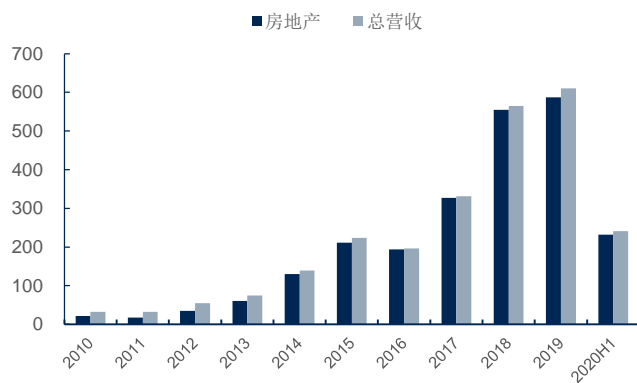
行权期	业绩考核指标
首次授予股票期权的第一个行权期	2018 年度营业收入、净利润相比 2017 年度增长不低于 35%, 对应收和净利润分别为 447.7、27.8 亿元。
首次授予股票期权的第二个行权期	2019 年度营业收入、净利润相比 2017 年度增长不低于 82%, 对应收和净利润分别为 603.6、37.5 亿元。
首次授予股票期权的第三个行权期	2020 年度营业收入、净利润相比 2017 年度增长不低于 146%, 对应收和净利润分别为 815.8、50.7 亿元。
首次授予股票期权的第四个行权期	2021 年度营业收入、净利润相比 2017 年度增长不低于 232%, 对应收和净利润分别为 1101、68.5 亿元。

资料来源:公司公告, 国信证券经纪研究所整理

销售结构更趋均衡, 产品迭代所计深远

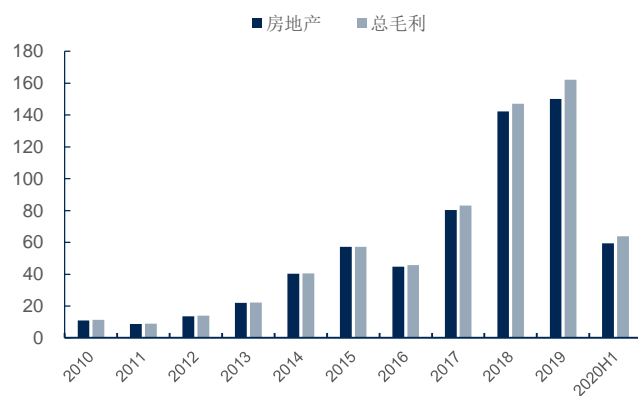
销售增速趋于稳定, 疫情影响逐渐淡化。公司 2020 年前三季度实现销售额 1472 亿元, 同比下降-2%, 销售面积 1071 万平方米, 同比下降 11%。

图 8: 公司总营业收入与房地产营业收入对比



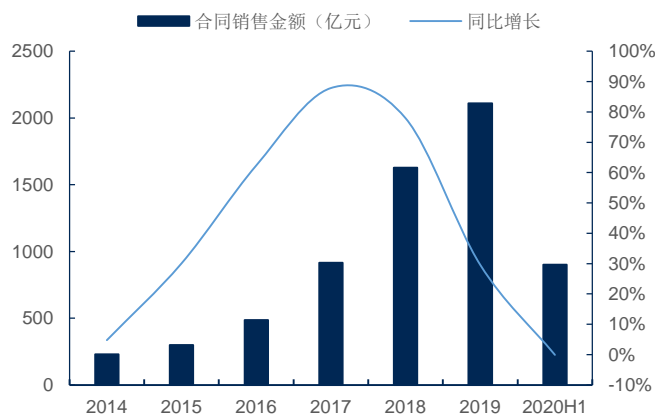
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 公司毛利总额与房地产实现毛利对比



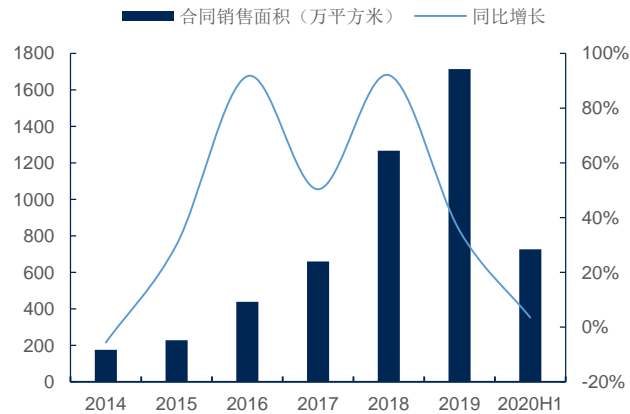
资料来源:Wind, 国信证券经纪研究所整理

图 10: 公司历年房地产销售金额及同比



资料来源:公司公告, 国信证券经纪研究所整理

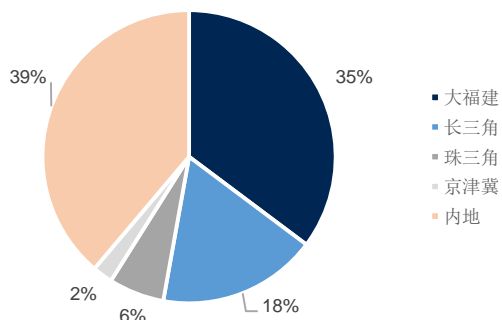
图 11: 公司历年房地产销售面积及同比



资料来源:公司公告, 国信证券经纪研究所整理

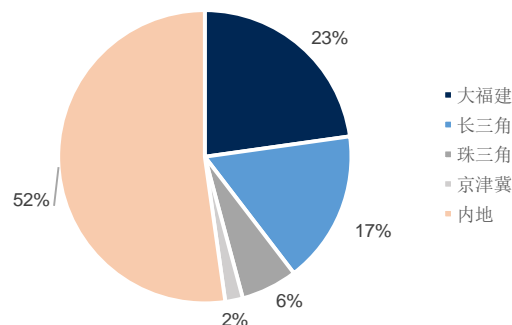
销售结构更趋合理。截至 2020 年上半年, 公司在大福建、长三角、珠三角、京津冀和内地地区销售金额的占比分别为 35%、18%、6%、2%和 39%, 内地地区销售占比比较上年末上涨 4.1 个 pct, 均衡化布局更进一步。

图 12: 2020 上半年公司各区域销售金额占比



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2020 上半年公司各区域销售面积占比



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业分析：长期赛道仍然广阔，短期政策改善可期

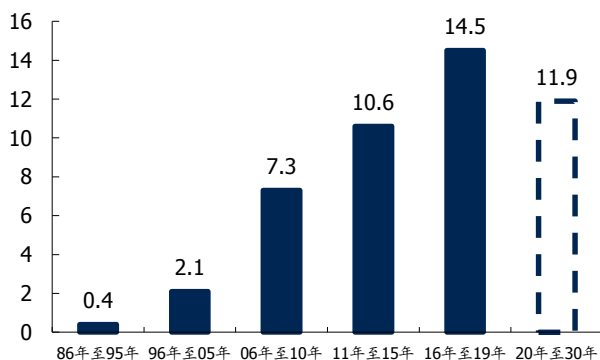
长期赛道仍然宽阔，看好 T2 房企

未来十年年均需求面积约 12 亿平方米，长期赛道仍然宽阔

行业空间是决定公司价值的关键因素之一，对公司价值的分析离不开对未来行业空间的判断。受人口数量、城镇化率、人均住宅面积等因素的综合影响，未来房地产开发行业空间很难再有较大的突破，这也是地产股估值中枢较低的主要原因之一。我们认同行业空间很难进一步增加，但认为未来十年，房地产开发也不会出现迅速的收缩，赛道仍然宽阔。

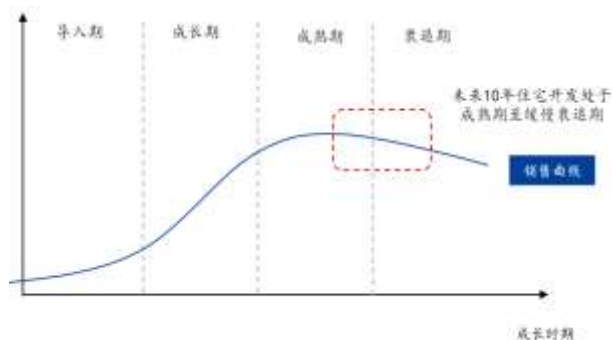
根据测算，我们认为未来十年内商品住宅需求并不会明显萎缩，年均销售面积大致为 12 亿平方米，虽然相对 16 年到 19 年 14.5 亿平米的年均销售面积有所下降，但从历史上看，处 86 年以来的次高水平，甚至高于 10 年至 15 年的 10.6 亿平方米。也就是说，从行业发展阶段看，当前行业规模正处于由峰值缓慢下滑的成熟阶段，行业空间不会进一步扩大，但收缩的速度并不快，房地产开发仍是一个相对宽广的赛道。

图 14：未来 10 年需求仍处较高水平（单位：亿平方米）



资料来源:国家统计局, wind, 国信证券经纪研究所整理

图 15：房地产开发行业步入成熟期

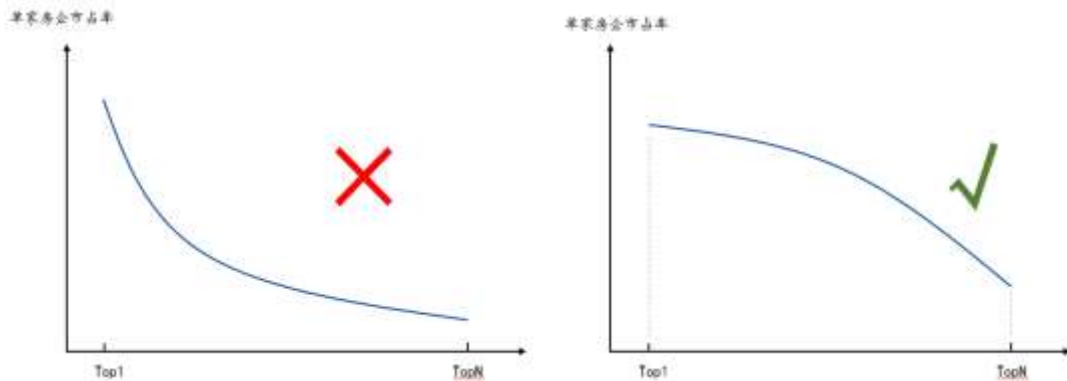


资料来源:国信证券经纪研究所整理

行业格局将趋“多强并存”，看好第二梯队房企

行业的成熟期往往也是行业整合、集中度提升和优秀企业脱颖而出的时期，优秀房企受益于融资、投资、营销、运营、人才等多方面的优势，仍有较大的成长空间。需要说明的是，由于房地产开发业务在成本端天然不具备规模经济效应，单纯的销售规模也并不能带来销售端的产品溢价，而随着体量增大，管理难度迅速提升，因此未来中等体量房企市占率提升的速度将快于龙头房企，行业格局大概率是“多强”并存的局面。

图 16: 行业格局未来更趋“多强”并存局面

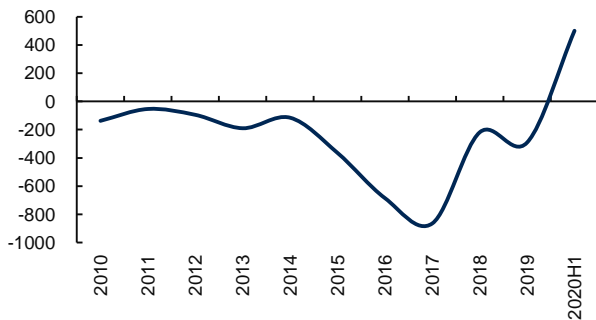


资料来源:国信证券经济研究所整理

短期行业景气延续下行，政策基调改善可期

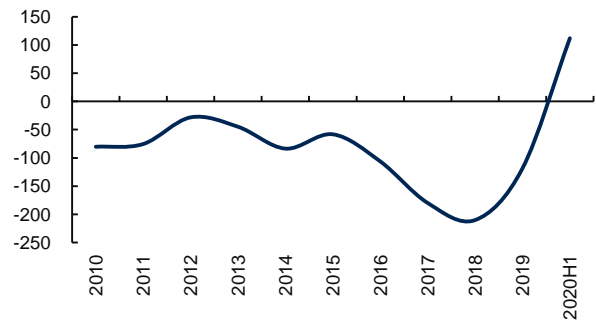
站在当下，我们认为政策基调的转折点已近。前已述及，景气度延续下行趋势、房企扩张积极性维持低位，是短期内行业的重要特征，政策基调的转折点已近：
 1.销售下行本身会削弱房价上涨的动力（可能出现更大范围的降价促销），进而减小政策放松面临的压力；
 2.房企扩张动机是土地市场维持整体热度的必要条件，本年土地市场并不具备大幅回暖的基础，地方政府财政压力的增大也会提升政策放松动机；
 3.景气下行已近两年，且后续下降速度可能超过市场和监管预期。

图 17: 龙头房企历年自由现金流（单位：亿元）



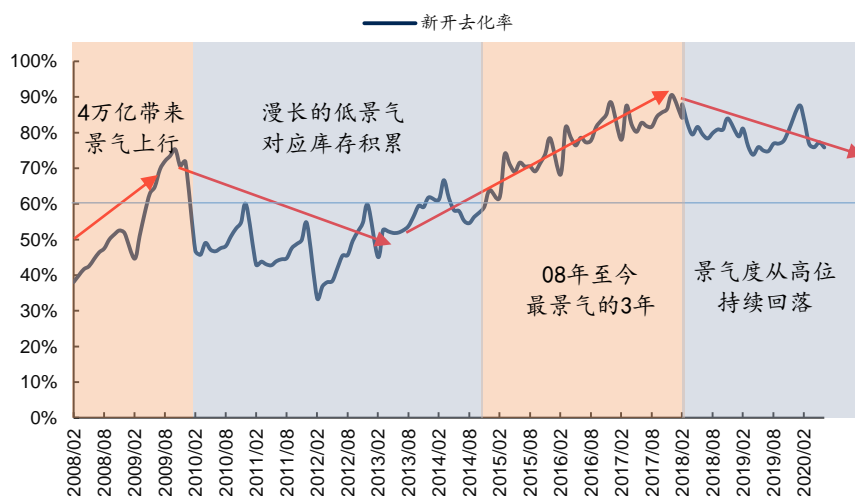
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 大中型房企历年自由现金流（单位：亿元）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 新开工去化率与景气周期



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

未来看点：以 ROIC 提升，对冲杠杆下降

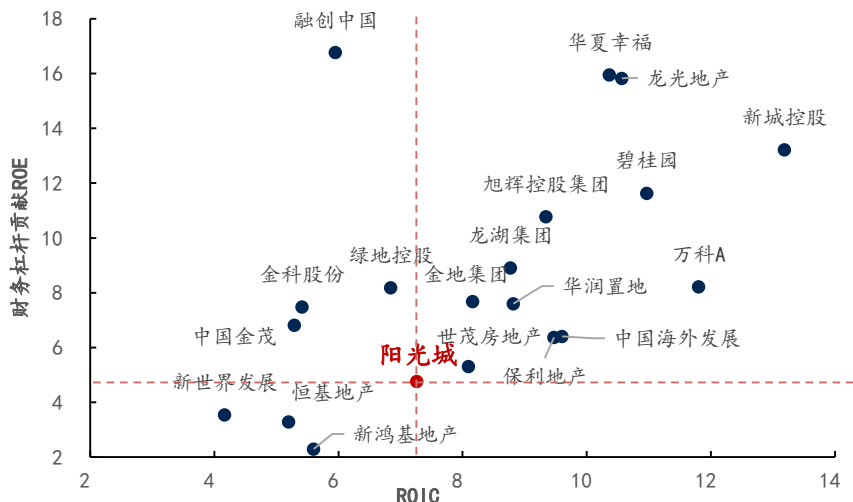
过往“高杠杆+低 ROE”组合，直接原因是较低的 ROIC

公司曾是高杠杆房企的典型代表，近年降杠杆卓有成效。公司 2020H1 净负债率为 127%，在 17 家主流房企中排名第四，高于平均值 42pct，杠杆水平仍然较高。公司净负债率在 2016 年达到峰值 270% 后，2017 年维持高位，2018 年开始降低杠杆，2018 和 2019 两年净负债率分别下降 69pct 和 50pct，20H1 继续下降 18pct，降杠杆卓有成效。

值得注意的是，公司的高杠杆并未带来高 ROE。我们计算了 22 家 AH 房企 2015 年至 2019 年的摊薄 ROE，公司五年平均 ROE 为 12.0%，在 22 家房企中排名第 17 位，在内地房企中仅高于中南建设，也低于样本房企平均值 3.9pct。可见公司较高的财务杠杆水平并未给公司带来较高的 ROE，即财务杠杆较高，但财务杠杆贡献的 ROE 较低。

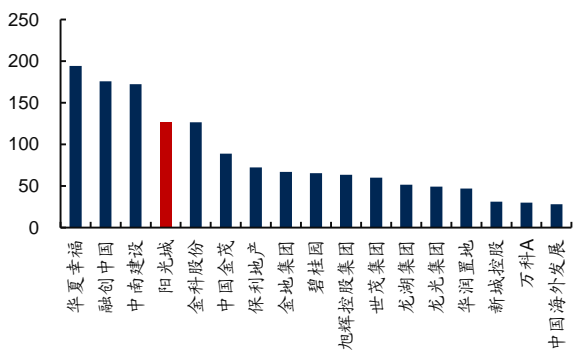
“高杠杆+低 ROE”组合的直接原因是较低的 ROIC。根据公式 $ROE = ROIC + (ROIC - \text{税后利息率}) * \text{财务杠杆}$ ，可将房企的 ROE 划分为 ROIC 和 $(ROIC - \text{税后利息率}) * \text{财务杠杆}$ 两个部分，前者对应不考虑资本结构的经营效率，后者对应财务杠杆贡献的 ROE。可以看到，公司“高杠杆+低 ROE”组合的直接原因是较低的 ROIC。公司近五年平均 ROIC 为 7.3%，明显低于内地房企均值 1.5pct。此外，较高的税后利息率也是“高杠杆+低 ROE”的原因之一，公司近五年平均融资成本为 7.9%，主流房企中仅低于中国恒大。

图 20: “高杠杆+低 ROE” 的直接原因是较低的 ROIC



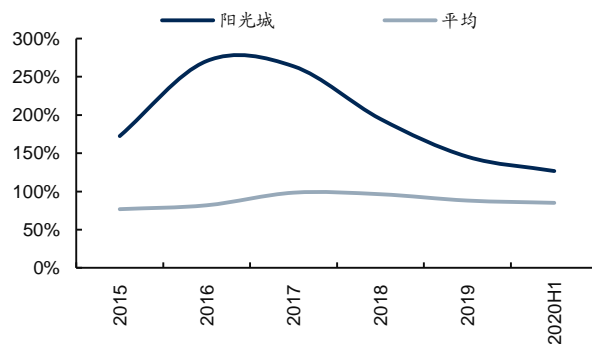
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 20H1 主流房企净负债率 (单位: %)



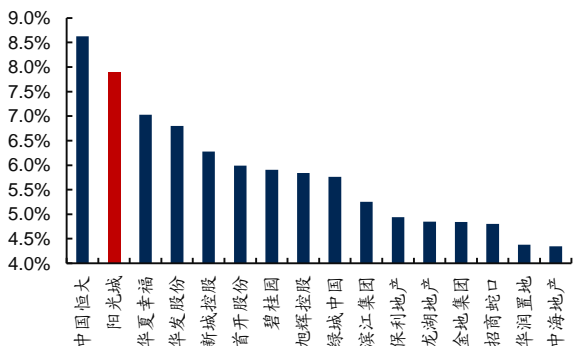
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 近年公司净负债率降低卓有成效



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 公融资成本处于行业较高水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 24: “高杠杆+低 ROE” 组合的直接原因是较低的 ROIC

$$ROE = ROIC + (ROIC - \text{税后利息率}) * \text{财务杠杆}$$

较低的 ROIC 是“高杠杆+低 ROE”的直接原因

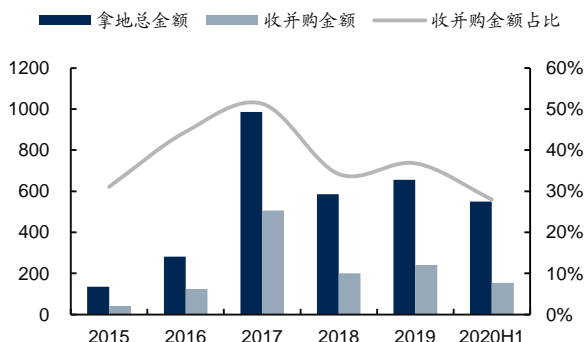
资料来源: 国信证券经济研究所整理

“高杠杆+低 ROE” 组合的背后是收并购拿地占比过高

公司收并购拿地比例明显高于多数主流房企

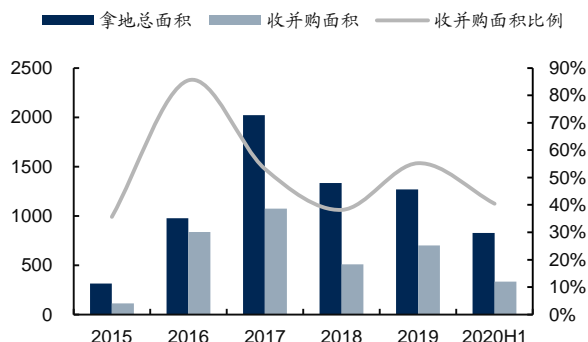
收并购拿地较多是近年来公司的重要特征之一。公司 2014 年之前也有零星的收并购拿地，但开始大规模的收并购是从 2015 年。公司 2015 年通过收并购获取 6 个项目，合计计容建面 112 万平方米，其中 86 万平方米在当年即进入销售。之后的四年中，公司收并购拿地迅速增加，2016 年至 2019 年收并购拿地面积 3120 万平方米，占总拿地面积的 56%，收并购拿地金额（股权收购价款+承债金额）1072 亿元，占总拿地金额的 43%，均远高于行业平均水平。

图 25: 公司历年收并购拿地金额及比例 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 26: 公司历年收并购拿地面积及比例 (单位: 万平方米)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

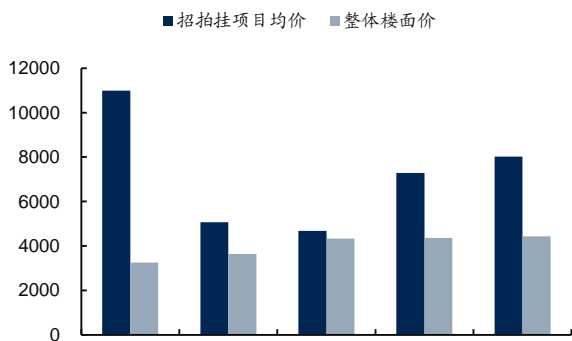
收并购项目的特点: 不一定高利润, 但有可能慢周转

收并购项目相对于招拍挂, 楼面价一般较低。由于隐性成本、税务承担等方面的原因, 收并购拿地楼面价往往较低。以公司为例, 2018 年公司收并购项目平均楼面价为 3443 元/平方米, 招拍挂项目平均楼面价为 4674 元/平方米, 差值达到 1231 元/平方米。

较低的地价不一定对应较高的毛利, 关键在于对财务费用的控制。由于货值释放较慢, 回款时间较长, 单个项目对有息负债的占用时间也比较长, 因此项目盈利能力对财务费用相对一般项目会更加敏感。仍以公司为例, 公司于 2016 年收购长沙中泛 18 宗商住地块, 合计建面约 350 万平方米, 楼面价仅 1285 元/平方米, 截至 2019 年末, 剩余可售面积仍接近 200 万平方米, 三年去化不足一半。

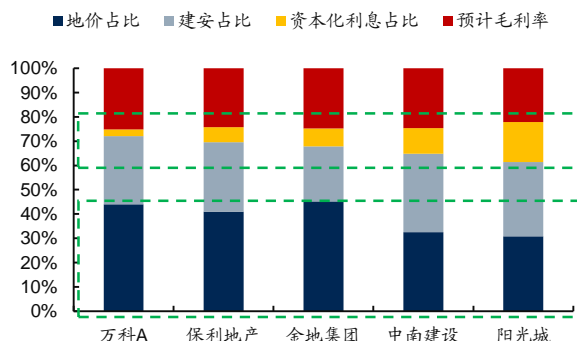
而这也确实影响了公司的盈利能力。我们计算了公司近年的成本构成, 可以看到在统一的计算标准下, 公司资本化利息在预计营收中的占比为 16%, 远高于万科的 3% 和保利地产的 6% (已经根据不同公司的利息资本化比例进行了还原), 完全吃掉了地价较低带来的利润空间。

图 27: 收并购项目明显拉低平均楼面价(单位: 元/平方米)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 公司资本化利息抵消了较低地价带来的利润空间



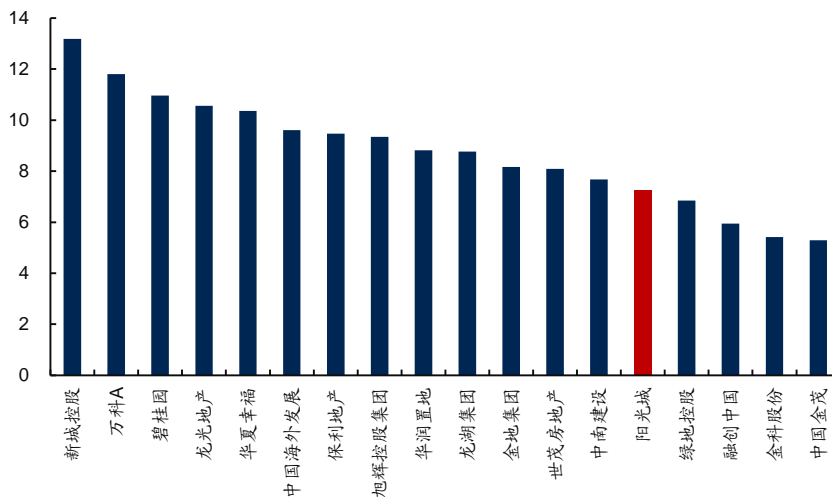
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 已根据不同公司的利息资本化比例进行了调整。

收并购过多降低 ROIC, 导致“高杠杆+低 ROE”组合

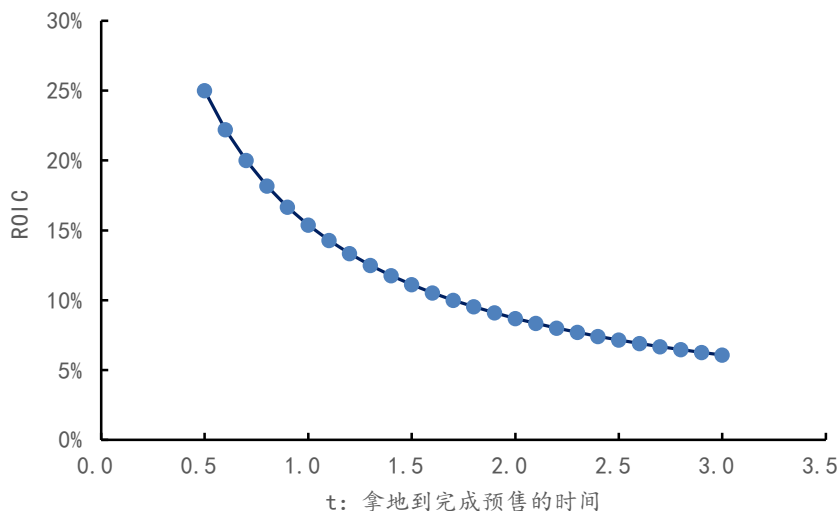
根据公式 $ROIC = 1 / (5 + 5t - T)$ (t 为项目从拿地到完成预售的时间, T 为项目从拿地到完成交房结算的时间, 详细推导过程可参考我们的相关报告), 可以看出项目从拿地到完成预售的时间, 是房企 ROIC 的最关键决定因素。而正是由于收并购项目在利润方面并不突出, 但在周转方面有较强的劣势, 因此收并购过多在客观上会降低公司的 ROIC 水平, 进而导致“高杠杆+低 ROE”组合。收并购更接近于港资房企的慢开发模式, 这也是公司 ROIC 更接近港资房企的主要原因。

图 29: 收并购项目较多拉低了公司的 ROIC



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: ROIC 与预售时间反相关 (项目周期 T=3.5)



资料来源: 国信证券经济研究所整理

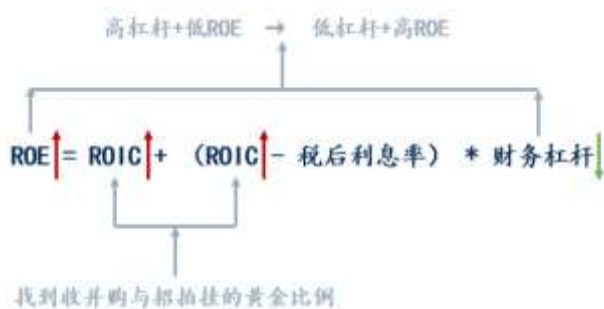
未来看点: 找到收并购的黄金比例, 以 ROIC 提升, 对冲杠杆下降

总结上面的分析, 我们认为公司过去几年快速发展的同时, 存在“高杠杆+低 ROE”的问题, 问题的根源在于收并购比例过高, 收并购项目周期过长, 导致:

1.拿地-销售循环慢, 拉低整体 ROIC; 2.有息负债依赖度高, 利息支出重, 低地价无法带来高毛利。——二者共同导致公司有息负债多, 杠杆高的同时, ROE 水平却并不突出。

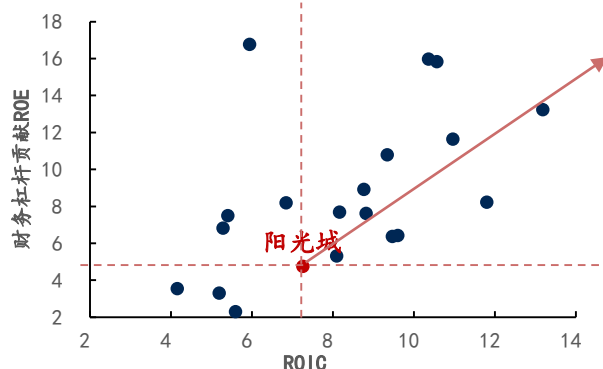
相应的, 我们认为公司未来的核心看点是, 以 ROIC 提升, 对冲杠杆下降, 从“高杠杆+低 ROE”走向“低杠杆+高 ROE”。而实现途径在于改善收并购在土储中的占比, 平衡利润型与周转型项目的比重, 提升整体周转速度, 进而降低有息负债和利息支出, 收并购项目也能够更好盈利。考虑到行业预计延续下行, 规模诉求普遍降低, 这正是公司实施以上改善的最佳时机, 相对其他房企, 公司的改善空间也明显更大。

图 31: “低杠杆+高 ROE”: 以 ROIC 提升, 对冲杠杆下降



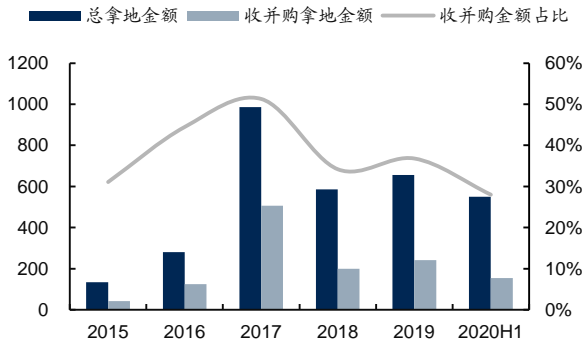
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 32: 公司改善路径示意图



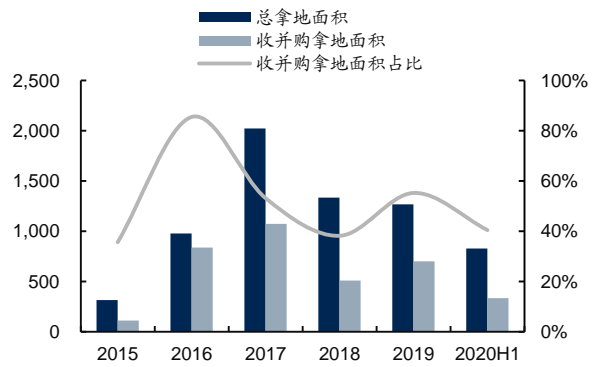
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 33: 公司收并购拿地金额占比有所下降 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 34: 公司并购拿地面积占比有所下降 (单位: 万平方米)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

土储丰富支撑销售增长, 未结充足期待业绩释放

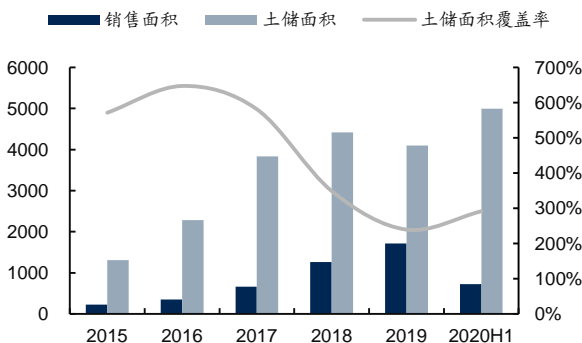
土储丰富, 地货比合理, 未来三年销售有支撑

土储丰富, 未来销售有支撑。公司 2020 年前三季度实现销售额 1472 亿元, 同比下降-2%, 销售面积 1071 万平方米, 同比下降 11%。截至 2020H1, 公司土储共计 4994 万平方米, 对上年销售面积的覆盖率为 291%, 相对 2019 年年末有所上升, 土储总量充足。从公司推货节奏和需求情况来看, 我们认为公司本年有望实现 2000 亿元销售金额, 与上年基本持平。

地货比合理, 预期盈利有保证。2020 上半年末公司土储平均楼面价为 4431 元/平方米, 同期销售均价为 12383 元/平方米, 地货比为 36%, 相对 2019 年小幅上升 1pct, 仍处合理区间, 土储盈利能力有保证。

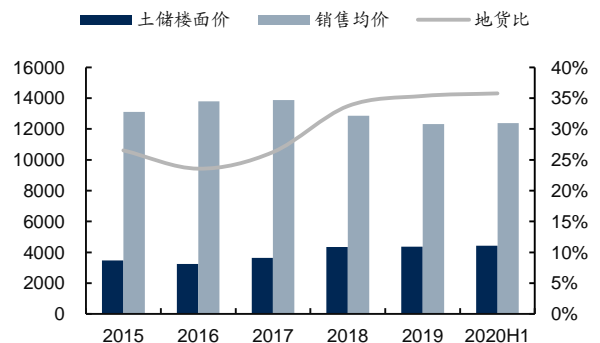
土储结构相对健康, 未来市场压力较小。公司土储中, 内地城市 (大福建及三大都市圈之外的城市) 面积为 2482 万平方米, 占比达到 50%, 京津冀都市圈最少, 占比仅 4%, 大福建、长三角和珠三角占比则相对均衡。虽然三大都市圈之外的城市土储占比稍高, 但考虑到其地货比仅 24%, 相对其他地区具备明显优势, 对可能的市场下行具备更高的容错率, 公司土储结构相对健康。

图 35: 公司土储丰富, 有力支撑未来销售



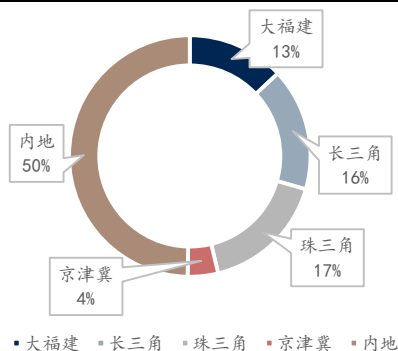
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 36: 公司土储地货比合理, 盈利能力有保证



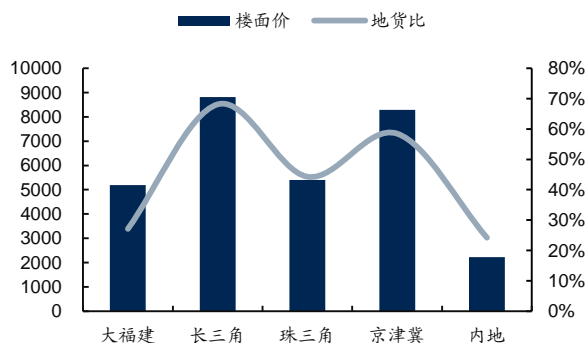
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 公司土储面积分布



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 38: 各区域楼面价及地货比 (单位: 元/平方米)



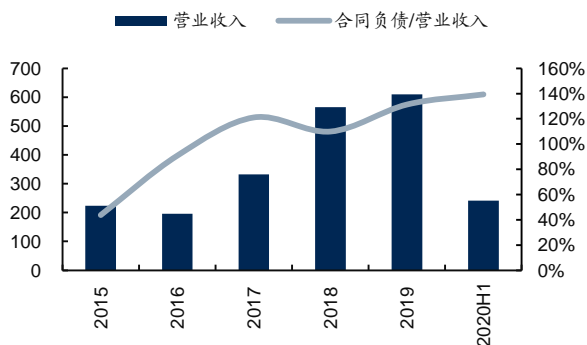
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

已售未结充裕, 业绩确定性强

合同负债充裕, 营收增长有支撑。公司 2020H1 实现营业收入 241 亿元, 同比增长 7.2%, 增速相对上年下降 0.9pct, 实现归母净利润 17 亿元, 同比增长 17.5%, 相对上年下降 15.7pct, 疫情一定程度上影响了公司交房结算的节奏。从已售未结资源看, 公司 2020H1 合同负债为 850 亿元, 同比增长 10.2%, 相对年初增长 6.1%, 对上年营收覆盖率为 139%, 预售未结资源仍然相对充裕。随着疫情影响逐渐淡化, 公司本年竣工有望提速, 营收增速有望提升至 20% 以上。

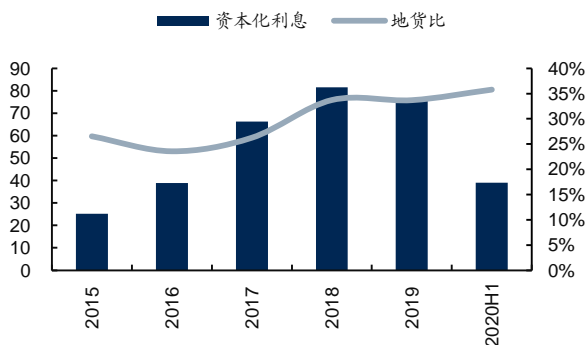
短期毛利率有压力, 2021 年有望企稳。基于两个因素, 我们认为公司本年结算毛利率有压力, 但 2021 年将企稳: 1. 从地货比看, 公司 2018 至 2019 年平均地货比为 34%, 相对 2017 至 2018 年平均地货比提升 4pct, 随着结算项目中搞地货比项目占比提升, 毛利率将一定程度上受到压制; 2. 从资本化利息看, 公司 2018 至 2019 年资本化利息合计 79 亿元, 高于 2017 至 2018 年的 74 亿元, 资本化利息将提升公司结算成本。

图 39: 公司营业收入及合同负债覆盖率 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 40: 公司地货比及资本化利息 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

十年之约引战泰康, 划定十年价值轨迹

引入长期战投, 助力未来发展

2020 年 9 月 10 日, 公司第二大股东上海嘉闻与泰康人寿和泰康养老签订《股权转让协议》, 约定泰康人寿及泰康养老通过协议受让的方式, 从上海嘉闻受让公司 13.5% 的股份。同时, 公司控股股东阳光集团、实际控制人吴洁女士、林

腾蛟先生，与上海嘉闻、泰康人寿及泰康养老签署合作协议，约定了董事会席位、长达十年的业绩承诺和现金分红比例等。与此同时，公司推出员工持股计划受让上海嘉闻 8000 万股股票，覆盖核心管理团队，总裁认购 30%，其余核心管理层认购 40%，预留 30%。

泰康集团实力雄厚，且与公司业务有较大的协同潜力。截至 2019 年底，泰康集团管理资产规模超过 17000 亿元，退休金管理规模超 3800 亿元，位列中国寿险十强第四位。泰康入股一方面体现了长线资金对公司价值的认可，长期有望提振公司估值，另一方面也有望为公司提供长期资源支持，并探索更多的业务协同。

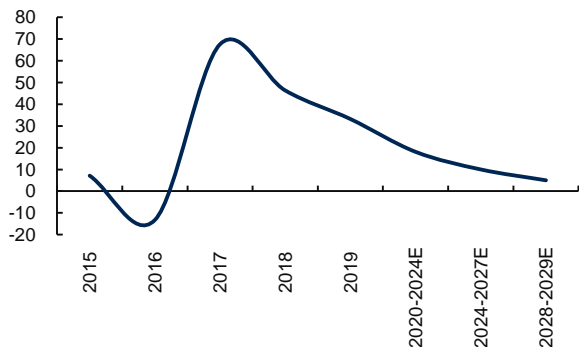
十年业绩承诺，划定价值轨迹

根据合作协议，公司控股股东做出长达十年的业绩承诺，即以 2019 年归母净利润 40.2 亿为基数：1.2020 至 2024 年年均复合增速不低于 15%且 5 年累计归母净利润不低于 341 亿元(实际对应年均复合增速 18.1%)；2.2025 年至 2027 年复合增速不低于 10%；3.2028 年至 2029 年复合增速不低于 5%。同时，公司承诺每年现金分红不低于可分配利润的 30%。

根据同时推出的员工持股计划的业绩考核要求，以 2019 年归母净利润为基数，2020 年至 2023 年年均复合增速不低于 18.5%，2024 年/2025 年/2026 年归母净利润增长率分别为 18.5%/10%/10%，小幅高于上述业绩承诺。

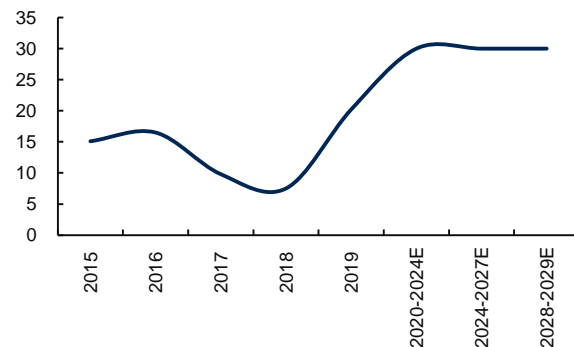
我们认为，上述业绩承诺、考核要求和现金分红承诺，体现了股东和管理层对公司长期发展潜力的充足信心，在行业周期性淡化的同时，划定了公司价值的长期轨迹，对长线资金的吸引力有望持续增强。

图 41：公司承诺业绩增速下限（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 42：公司现金分红比例将提升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 8：公司员工持股计划业绩考核要求

年度	业绩考核指标
2020 年至 2023 年	以 2019 年上市公司归母净利润为基数，归母净利润年平均增长率不低于 18.5%
2024 年	归母净利润同比 2023 年归母净利润增长率达到 18.5%
2025 年	归母净利润同比 2024 年归母净利润增长率达到 10%
2026 年	归母净利润同比 2025 年归母净利润增长率达到 10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司 2019 年末预收款为 801 亿元,外加公司 2020 年销售结算款项,根据公司历年平均结算周期,预计公司 2020 年营业收入增长率 25.8%;根据公司总土地储备及合理有序的扩张速度,预计公司 2021、2022 年营业收入增长率为 25.5%、15.8%;

预计公司未来三年营业成本/营业收入分别为 74.40%、74.65%、74.80%;

预计公司未来三年管理费用/营业收入分别为 3.75%、3.66%、3.52%;

预计公司未来三年销售费用/销售收入分别为 4.35%、4.10%、4.30%;

预计公司未来营业税附加/营业收入分别为 6.65%、6.70%、6.70%;

预计公司未来三年所得税税率均为 25.0%。

未来 3 年盈利预测

我们对公司未来三年盈利做出预测:

表 9: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	61049	76800	96384	111613
营业成本	44823	57139	71951	83486
销售费用	2569	3341	3952	4799
管理费用	2188	2920	3567	3969
财务费用	906	682	662	676
营业利润	6827	7611	9795	11204
归属于母公司净利润	4020	5370	6911	7905
每股收益	0.98	1.30	1.68	1.92
ROE	15%	19%	23%	25%

资料来源: 国信证券经济研究所整理

按上述假设条件,我们得到公司 2020 年至 2022 年的营业收入分别为 768、964、1116 亿元,归母净利润分别为 40、54、69 亿元,利润年增速分别为 33.6%、28.7%、14.4%,每股收益分别为 1.30、1.68、1.92 元。

盈利预测的敏感性分析

公司以地产开发为主业,未来的销售增速和结算节奏将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测,在中性预测的条件下,公司 2020 年至 2022 年 EPS 分别为 1.30、1.68、1.92 元。

表 10: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)

乐观预测	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	61049	79364	103173	134125
(+/-%)	8.1%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润(百万元)	4020	5546	7371	9445
(+/-%)	33.2%	37.9%	32.9%	28.1%
每股收益(元)	0.98	1.35	1.79	2.29
中性预测	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	61049	76800	96384	111613
(+/-%)	8.1%	25.8%	25.5%	15.8%
净利润(百万元)	4020	5370	6911	7905
(+/-%)	33.2%	33.6%	28.7%	14.4%
每股收益(元)	0.98	1.30	1.68	1.92
悲观预测	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	61049	73259	87911	105493

(+/-%)	8.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	4020	5099	6261	7474
(+/-%)	33.2%	26.8%	22.8%	19.4%
每股收益(元)	0.98	1.24	1.52	1.81

资料来源：国信证券经济研究所整理

投资建议

公司当前处于快速扩张之后的调整阶段，未来核心看点是以 ROIC 提升，对冲杠杆下降，从“高杠杆+低 ROE”走向“低杠杆+高 ROE”，关键途径是找到收并购的合理比例。公司引战泰康，划定十年价值轨迹，长线吸引力明显。短期已售未结充裕，业绩确定性强。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为 9.33 至 11.91 元，较当前股价有 31.4%至 67.7%的空间。预计公司 2020 至 2022 年的归母净利润分别为 53.7、69.1、79.1 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 5.4、4.2、3.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值，其中加权资本成本 (WACC)、公司可售项目销售均价、销售进度、相对估值的比较等都存在一定的主观判断：

- 1、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.24%、风险溢价 7.68%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 2、我们对于公司可售项目销售均价的假设，是基于公司该项目所在区域楼盘 2019 年末平均售价得出的结论，存在假设均价高于未来实际销售价格从而导致公司估值高估的风险；
- 3、根据公司现有的可售资源，我们将公司当前可售容积率面积分摊至三年内售完，不排除公司可售资源销售进度不达预期导致结算收入不及预期，从而导致公司估值下降的风险；
- 4、我们在进行相对估值时选取了全国化布局且销售规模与公司相当的 A 股房企作为参考，并假设中短期需求端政策的“实质”放松推动板块估值持续向上修复至 2019 年底部估值水平，从而带动公司估值同步提升，存在估值修复不达预期的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括对营业收入增长率、管理费用、销售费用、营业税及附加、所得税税率等因素的假设。我们根据对公司的综合分析，给出了相对合理的假设，但我们无法排除部分数据估算不准的可能。

政策风险

不排除部分城市市场过热导致政策严厉调控的风险。

经营风险

- 1、不排除公司未来扩张速度、销售增速不达预期的风险；
- 2、不排除公司毛利率、净利率低于过去水平的风险；
- 3、不排除公司结算节奏低于预期的风险。

财务风险

公司未来扩张目标积极，不排除公司积极扩张带来的杠杆升高的风险；若财务管理不当，不排除未来存在短期流动性的风险。

市场风险

不排除若行业出现大幅衰退，而政策又不能适时宽松，从而导致公司出现销售失速的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	41978	45000	49000	52000	营业收入	61049	76800	96384	111613
应收款项	39162	48395	60735	68802	营业成本	44823	57139	71951	83486
存货净额	175839	220003	298903	396635	营业税金及附加	3915	5107	6458	7478
其他流动资产	13113	16896	22168	25671	销售费用	2569	3341	3952	4799
流动资产合计	272499	330294	430806	543109	管理费用	2188	2920	3567	3969
固定资产	4197	3770	3344	2921	财务费用	906	682	662	676
无形资产及其他	994	954	914	874	投资收益	814	0	0	0
投资性房地产	15014	15014	15014	15014	资产减值及公允价值变动	579	0	0	0
长期股权投资	14848	17848	19348	19848	其他收入	(1216)	0	0	0
资产总计	307552	367881	469427	581766	营业利润	6827	7611	9795	11204
短期借款及交易性金融负债	31919	30098	30040	31423	营业外净收支	(56)	0	0	0
应付款项	20396	25385	32025	37185	利润总额	6771	7611	9795	11204
其他流动负债	124443	180176	273304	377000	所得税费用	2449	1903	2449	2801
流动负债合计	176758	235660	335369	445608	少数股东损益	301	339	436	498
长期借款及应付债券	78772	78772	78772	78772	归属于母公司净利润	4020	5370	6911	7905
其他长期负债	1123	1123	1123	1123					
长期负债合计	79895	79895	79895	79895					
负债合计	256653	315555	415264	525503					
少数股东权益	24154	24239	24348	24473					
股东权益	26744	28087	29814	31791					
负债和股东权益总计	307552	367881	469427	581766					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4020	5370	6911	7905
资产减值准备	156	(50)	(54)	(59)
折旧摊销	162	516	520	522
公允价值变动损失	(579)	0	0	0
财务费用	906	682	662	676
营运资本变动	5021	3492	3202	(506)
其它	(555)	134	163	184
经营活动现金流	8226	9462	10742	8045
资本开支	(1712)	0	0	0
其它投资现金流	(2408)	2408	0	0
投资活动现金流	(9668)	(592)	(1500)	(500)
权益性融资	5314	0	0	0
负债净变化	15101	0	0	0
支付股利、利息	(9339)	(4027)	(5183)	(5929)
其它融资现金流	(11266)	(1821)	(59)	1384
融资活动现金流	5572	(5848)	(5242)	(4545)
现金净变动	4130	3022	4000	3000
货币资金的期初余额	37848	41978	45000	49000
货币资金的期末余额	41978	45000	49000	52000
企业自由现金流	8293	10227	11565	8926
权益自由现金流	12128	7895	11010	9802

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.98	1.30	1.68	1.92
每股红利	2.29	0.98	1.26	1.44
每股净资产	6.55	6.82	7.24	7.72
ROIC	3%	4%	5%	6%
ROE	15%	19%	23%	25%
毛利率	27%	26%	25%	25%
EBIT Margin	12%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	13%	11%	11%	11%
收入增长	8%	26%	26%	16%
净利润增长率	33%	34%	29%	14%
资产负债率	91%	92%	94%	95%
息率	32.2%	13.9%	17.9%	20.5%
P/E	7.2	5.4	4.2	3.7
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	37.0	39.1	40.5	44.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032