

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 6.71

分析师: 倪一琛

执业证书编号: S0740517100003

电话: 021-20315288

Email: niyc@r.qizq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	290,418.22	348,732.40	410,806.77	502,827.49	621,494.78
增长率(%)	17.39	20.08	17.80	22.40	23.60
EBITDA (百万元)	22,822.33	30,506.31	34,477.99	41,457.92	50,688.34
净利润 (百万元)	9,037.77	11,374.78	14,702.60	17,966.56	22,207.28
增长率(%)	25.40	25.86	29.26	22.20	23.60
EPS (元/股)	0.74	0.93	1.21	1.48	1.83
市盈率 (P/E)	9.03	7.18	5.55	4.54	3.68

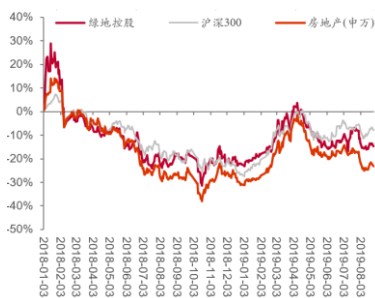
备注: 股价以 8 月 26 日收盘价为准

**投资要点**

- **事件:** 8 月 26 日, 公司发布 2019 年半年报, 上半年实现营收 2014.46 亿, 同比+27.59%; 实现归母净利润 89.87 亿, 同比+48.40%。
- **业绩获释放, 毛利率持续改善**
  - 1) **业绩稳定增长:** 报告期内, 公司实现营收 2014.46 亿, 同比+27.59%; 实现归母净利润 89.87 亿, 同比+48.40%, 经营性现金流量净额 81 亿; 2) **盈利能力提升:** 上半年房地产业务结算毛利率 27.97%, 比去年同期增加 1.86 个百分点, 建筑及相关产业毛利率 3.86%, 比去年同期增加 0.70 个百分点, ROE 12.04%, 较去年同期上升 2.81 个百分点; 3) **杠杆较高, 但处可控范围内:** 报告期末, 公司剔除预收账款后资产负债率 81.74%, 较去年同期末下降 2.66 个百分点, 净负债率 179.73%, 较去年同期末提升 7.90 个百分点, 账上货币资金 866.01 亿, 对短债及一年内到期非流动负债之和覆盖比例为 91.93%。
- **房地产业务: 销售稳健回款高, 土储维持高强度**
  - 1) **销售维持增长, 回款率行业领先:** 公司上半年实现合同销售金额 1677 亿, 同比增加约 3%, 合同销售面积 1487 万方, 同比增加 10%, 得益于城际空间站等重大项目的良好表现, 实现回款 1319 亿, 回款率达到 79%; 2) **土储聚焦核心区域, 斩获战略级项目:** 上半年公司累计获取项目 58 个, 新增权益建面 1968 万方, 权益地价 459 亿, 按建面看, 一二线占比为 47.56%, 但从拿地金额看, 一二线占比达到 77.31%; 其中一线占比 42.01%, 包括从中民投手中以相对较低的价格接手董家渡项目 50% 股权与债权, 标的资产为上海外滩核心地块。
- **大基建业务: 高基数下快增长, 积极并购完善布局**
  - 1) **基建业务高基数下增长依然强劲:** 1-6 月份, 公司大基建业务实现营业收入 1077 亿, 同比增长 39%, 累计新签合同金额 1790 亿, 同比增长 16%, 公司着力承接有重大影响力的政府投资项目、大片区市政项目以及产业协同项目, 业务得到持续拓展; 2) **资本运作有序推进:** 上半年, 公司成功收购河南公路工程公司, 进一步完善了区域和产业链布局。
- **多元业务有序发展, 协同效应进一步增强**
  - 1) **大金融产业:** 上半年募资超过 28 亿, 较去年同期大幅增长, 房地产基金业务放款项目新增 8 个, 金额 19.3 亿; 2) **商贸产业:** 着力提升贸易港运营水平, 新签日本 LAOX 等商户 12 家, 继续推进零售门店拓展, 新开 G-Super 门店 4 家, 总数达到 64 家; 3) **酒店旅游业:** 大力推进酒店轻资产管理输出, 与澳洲黄金海岸酒店群等 12 家海外酒店签署管理输出合作协议, 上半年累计新增输出管理酒店 15 家, 新开越南海防铂派等 4 家酒店。
- **投资建议:** 公司是房地产综合开发实力领先的世界 500 强, 地产主业业绩获释放, 盈利能力持续改善, 正逐步做精做强; 大基建、大金融、大消费等多元产业协同并进, 管控能继续提升, 财务指标有改善空间, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.21、1.48、1.83 元, 分别对应 PE5.55X、4.54X、3.68X, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 三四线城市销售下行压力超预期; 公司销售回款不达预期。

**基本状况**

总股本(百万股)	12168.15
流通股本(百万股)	12168.15
市价(元)	6.71
市值(百万元)	81648.32
流通市值(百万元)	81648.32

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

图表：盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	75,375.99	81,019.56	94,485.56	115,650.32	142,943.80	营业收入	290,418.22	348,732.40	410,806.77	502,827.49	621,494.78
应收账款	104,683.59	157,770.70	186,850.54	226,585.40	274,063.17	营业成本	248,551.09	294,933.52	347,912.26	426,749.69	525,163.09
预付账款	38,641.58	52,441.44	27,269.13	75,245.63	47,992.64	营业税金及附加	9,160.81	9,653.84	11,044.62	12,222.21	15,875.99
存货	514,682.71	595,496.77	662,785.89	809,500.55	795,164.44	营业费用	5,966.89	7,398.26	8,838.72	11,419.01	15,234.42
其他	29,803.20	40,734.51	34,647.68	35,932.10	36,336.41	管理费用	7,442.00	9,389.95	11,462.91	15,473.88	20,409.00
流动资产合计	763,187.08	927,462.98	1,006,038.79	1,262,914.00	1,296,500.46	财务费用	1,560.61	4,032.02	3,463.61	2,739.37	2,813.93
长期股权投资	16,145.35	18,624.32	22,428.12	27,233.45	30,929.48	资产减值损失	1,978.59	1,256.55	1,231.00	1,261.00	1,331.00
固定资产	13,008.93	25,409.16	29,050.83	34,829.35	41,178.49	公允价值变动收	(315.59)	(278.23)	(461.88)	(351.90)	(364.00)
在建工程	793.18	1,595.76	1,936.57	2,422.31	2,965.35	投资净收益	4,287.03	2,982.75	3,472.68	4,585.13	5,626.98
无形资产	1,417.37	1,564.72	1,427.58	1,273.08	1,093.47	其他	(7,975.66)	(5,316.33)	(6,021.60)	(8,466.46)	(10,525.95)
其他	53,632.04	61,451.94	56,262.25	59,195.73	63,282.59	营业利润	19,762.45	24,680.08	29,864.46	37,195.56	45,930.32
非流动资产合计	84,996.87	108,645.89	111,105.35	124,953.92	139,449.39	营业外收入	615.07	817.05	1,035.00	1,226.00	1,474.00
资产总计	848,532.81	1,036,545.46	1,117,241.52	1,387,997.77	1,436,120.70	营业外支出	1,116.12	1,227.75	1,221.00	1,312.00	1,421.00
短期借款	20,446.84	18,166.18	84,442.39	96,429.10	104,543.03	利润总额	19,261.41	24,269.38	29,678.46	37,109.56	45,983.32
应付账款	211,559.30	273,535.23	277,325.84	353,908.08	332,421.72	所得税	5,689.28	8,246.08	8,953.06	11,804.55	14,705.47
其他	344,426.13	455,514.62	296,541.08	570,033.74	492,259.05	净利润	13,572.12	16,023.31	20,725.40	25,305.01	31,277.86
流动负债合计	576,432.27	747,216.03	658,309.31	1,020,370.92	929,223.81	少数股东损益	4,534.36	4,648.52	6,022.80	7,338.45	9,070.58
长期借款	144,150.13	132,834.85	284,431.39	170,624.36	270,303.81	归属于母公司净	9,037.77	11,374.78	14,702.60	17,966.56	22,207.28
应付债券	30,415.18	41,557.15	41,367.24	39,978.23	48,023.00	每股收益(元)	0.74	0.93	1.21	1.48	1.83
其他	4,083.40	6,011.58	1,278.00	1,522.00	1,684.00	主要财务比率					
非流动负债合计	178,648.72	180,403.58	327,076.63	212,124.59	320,010.81	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
负债合计	755,080.98	927,619.60	985,385.94	1,232,495.51	1,249,234.61	成长能力					
少数股东权益	30,922.58	38,821.55	44,844.35	52,182.80	61,253.38	营业收入	17.39%	20.08%	17.80%	22.40%	23.60%
股本	12,168.15	12,168.15	12,168.15	12,168.15	12,168.15	营业利润	28.92%	24.88%	21.01%	24.55%	23.48%
资本公积	9,000.25	10,073.01	11,172.07	12,396.69	14,284.38	归属于母公司净	25.40%	25.86%	29.26%	22.20%	23.60%
留存收益	49,935.45	59,041.42	74,843.08	91,151.31	113,464.56	获利能力					
其他	(8,574.60)	(11,178.28)	(11,172.07)	(12,396.69)	(14,284.38)	毛利率	14.42%	15.43%	15.31%	15.13%	15.50%
股东权益合计	93,451.83	108,925.85	131,855.58	155,502.26	186,886.09	净利率	3.11%	3.26%	3.58%	3.57%	3.57%
负债和股东权益	848,532.81	1,036,545.46	1,117,241.52	1,387,997.77	1,436,120.70	ROE	14.45%	16.23%	16.90%	17.39%	17.68%
						ROIC	6.09%	8.52%	10.54%	6.58%	10.91%
						偿债能力					
						资产负债率	88.99%	89.49%	88.20%	88.80%	86.99%
						净负债率	329.53%	378.05%	438.67%	291.13%	421.68%
						流动比率	1.32	1.24	1.53	1.24	1.40
						速动比率	0.43	0.44	0.52	0.44	0.54
						营运能力					
						应收账款周转率	3.42	2.66	2.38	2.43	2.48
						存货周转率	0.58	0.63	0.65	0.68	0.77
						总资产周转率	0.37	0.37	0.38	0.40	0.44
						每股指标(元)					
						每股收益	0.74	0.93	1.21	1.48	1.83
						每股经营现金流	4.84	3.47	-12.78	11.78	-6.09
						每股净资产	5.14	5.76	7.15	8.49	10.32
						估值比率					
						市盈率	9.03	7.18	5.55	4.54	3.68
						市净率	1.31	1.16	0.94	0.79	0.65
						EV/EBITDA	10.90	7.38	11.85	6.81	7.37
						EV/EBIT	11.69	7.81	12.26	7.07	7.66

来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。