

## 派息再超预期、土储有质有量

### 投资要点

- **业绩总结：**公司2019年实现营业收入331.5亿元，同比增长39.9%；实现归母净利润27.8亿元，同比增长21.9%；拟每10股派发4元（含税），分红比例30.4%，股息率为6.0%，考虑中期分红在内为9.0%。
- **业绩增速符合预期，毛利率稳中有升。**公司业绩与2020年1月20日发布的业绩快报相当，符合市场预期。报告期公司地产开发结算收入317.3亿，同比增长40.0%，结算毛利率上升2.36pp至30.31%。业绩增速低于收入增速的原因：1）费率上升略超预期，三项费率上升0.45pp至8.95%；2）联合营企业投资净收益仅增长17.3%；3）少数公司损益增长355%至5.32亿。从区域构成上看，华南、华中区域收入占比高，毛利率均有小幅提升，北方区域毛利率依然承压。考虑到公司2015年以来拿地成本持续走低，未来整体毛利率下行压力不大。
- **销售大幅增长，2020年可售资源充沛。**2019年公司实现销售额922.7亿，同比增长58.5%，销售均价23307元/平方米，同比下降22.0%。公司在建面积1367.02万方，为销售面积的3.45倍，拿地面积连续四年持续增长。2020年公司可售货值十分充裕，尽管疫情对推货有一定影响，我们预计公司销售仍有望超过1100亿，对应19.2%的增速。
- **拿地成本持续改善，溢价率处于低位。**2019年公司获取36宗土地，新进重庆、成都等11个城市，大大完善了“6+1”战略布局，权益拿地金额309亿，平均成交溢价率不到10%，对应货值约1300亿。截止2019年末，公司总体土储建面2064.5万方，其中华南占比33.9%、华中占比45.7%、华东占比8.3%，在千亿规模房企序列中，公司土储规模和质量明显更优。
- **净负债率大幅改善，融资成本有所上行。**2019年末公司净负债率降低了54.5pp至160.5%，主体信用评级及各项融资产品评级均由“AA+”上调至“AAA”，报告期末公司有息负债1057.23亿，融资成本6.35%，相比2018年有所上升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为1.63元、1.99元、2.34元。考虑到公司土储丰富，销售弹性确定性强，有望受益流动性宽松趋势，给予目标价9.78元，对应2020年业绩6倍估值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**负债改善或低于预期、销售回款和竣工交付或低于预期等。

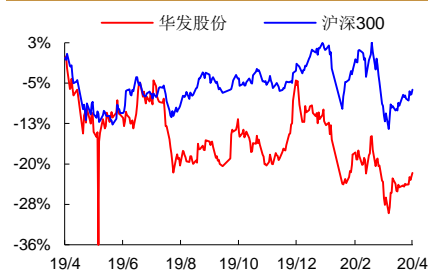
| 指标/年度         | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 33148.68 | 44609.33 | 57815.40 | 72057.17 |
| 增长率           | 39.87%   | 34.57%   | 29.60%   | 24.63%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 2784.69  | 3456.23  | 4222.31  | 4947.02  |
| 增长率           | 21.90%   | 24.12%   | 22.17%   | 17.16%   |
| 每股收益EPS（元）    | 1.32     | 1.63     | 1.99     | 2.34     |
| 净资产收益率ROE     | 7.66%    | 10.19%   | 11.24%   | 11.84%   |
| PE            | 5.1      | 4.1      | 3.3      | 2.9      |
| PB            | 0.71     | 0.87     | 0.72     | 0.59     |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：胡华如  
 执业证号：S1250517060001  
 电话：0755-23900571  
 邮箱：hhr@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 21.17     |
| 流通A股(亿股)    | 21.08     |
| 52周内股价区间(元) | 6.06-9.27 |
| 总市值(亿元)     | 141.22    |
| 总资产(亿元)     | 2,341.11  |
| 每股净资产(元)    | 6.32      |

### 相关研究

1. 华发股份（600325）：毛利率提升明显，中期分红超预期（2019-08-26）
2. 华发股份（600325）：从量变到质变，TOP20潜在进入者（2019-05-22）

### 关键假设：

假设 1：公司房地产开发结算金额 2020-2022 年的增速分别为 35%、30%和 25%，毛利率分别为 29%、29%和 28%；

假设 2：其他业务在 2020-2022 年的收入增速分别为 25%、20%和 15%，毛利率维持在 14%不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元  |     | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|---------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 房地产开发销售 | 收入  | 31734.8 | 42842.0 | 55694.6 | 69618.3 |
|         | 增速  | 40.0%   | 35.0%   | 30.0%   | 25.0%   |
|         | 毛利率 | 30.3%   | 29.0%   | 29.0%   | 28.0%   |
| 其他业务    | 收入  | 1413.9  | 1767.3  | 2120.8  | 2438.9  |
|         | 增速  | 36.2%   | 25.0%   | 20.0%   | 15.0%   |
|         | 毛利率 | 14.1%   | 14.0%   | 14.0%   | 14.0%   |
| 合计      | 收入  | 33148.7 | 44609.3 | 57815.4 | 72057.2 |
|         | 增速  | 39.9%   | 34.6%   | 29.6%   | 24.6%   |
|         | 毛利率 | 29.6%   | 28.4%   | 28.4%   | 27.5%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2019A            | 2020E            | 2021E            | 2022E            | 现金流量表（百万元）        | 2019A            | 2020E            | 2021E           | 2022E           |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 33148.68         | 44609.33         | 57815.40         | 72057.17         | 净利润               | 3316.28          | 4116.01          | 5028.33         | 5891.39         |
| 营业成本          | 23331.28         | 31937.72         | 41367.05         | 52222.61         | 折旧与摊销             | 109.43           | 34.40            | 34.40           | 34.40           |
| 营业税金及附加       | 3146.51          | 4098.66          | 5208.23          | 6650.49          | 财务费用              | 268.25           | 393.39           | 368.16          | 340.07          |
| 销售费用          | 1324.66          | 1739.76          | 2312.62          | 2882.29          | 资产减值损失            | -0.79            | 10.00            | 10.00           | 10.00           |
| 管理费用          | 1291.71          | 1695.15          | 2312.62          | 2882.29          | 经营营运资本变动          | -8776.74         | 15304.22         | 611.00          | 712.56          |
| 财务费用          | 268.25           | 393.39           | 368.16           | 340.07           | 其他                | 33119.01         | -753.40          | -839.48         | -929.16         |
| 资产减值损失        | -0.79            | 10.00            | 10.00            | 10.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>28035.43</b>  | <b>19104.62</b>  | <b>5212.41</b>  | <b>6059.26</b>  |
| 投资收益          | 720.99           | 760.00           | 850.00           | 940.00           | 资本支出              | 679.35           | 0.00             | 0.00            | 0.00            |
| 公允价值变动损益      | -39.33           | -15.60           | -19.51           | -21.51           | 其他                | -32806.90        | -1625.17         | -1739.16        | -1751.23        |
| 其他经营损益        | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-32127.55</b> | <b>-1625.17</b>  | <b>-1739.16</b> | <b>-1751.23</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>4358.20</b>   | <b>5479.04</b>   | <b>7067.22</b>   | <b>7987.92</b>   | 短期借款              | -347.45          | -12308.18        | 0.00            | 0.00            |
| 其他非经营损益       | 37.36            | 8.98             | 14.93            | 16.69            | 长期借款              | 11348.66         | -600.00          | 600.00          | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>4395.56</b>   | <b>5488.02</b>   | <b>7082.15</b>   | <b>8004.61</b>   | 股权融资              | -322.93          | 0.00             | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 1079.28          | 1372.00          | 2053.82          | 2113.22          | 支付股利              | 0.00             | -556.94          | -691.25         | -844.46         |
| 净利润           | 3316.28          | 4116.01          | 5028.33          | 5891.39          | 其他                | 102.93           | 633.95           | 4631.84         | 4659.93         |
| 少数股东损益        | 531.59           | 659.78           | 806.02           | 944.37           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>10781.21</b>  | <b>-12831.16</b> | <b>4540.60</b>  | <b>3815.47</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 2784.69          | 3456.23          | 4222.31          | 4947.02          | <b>现金流量净额</b>     | <b>6691.06</b>   | <b>4648.29</b>   | <b>8013.85</b>  | <b>8123.50</b>  |
|               |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2019A            | 2020E            | 2021E            | 2022E            | 财务分析指标            | 2019A            | 2020E            | 2021E           | 2022E           |
| 货币资金          | 26080.42         | 30728.71         | 38742.55         | 46866.05         | <b>成长能力</b>       |                  |                  |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 6075.25          | 6424.09          | 7495.62          | 7896.67          | 销售收入增长率           | 39.87%           | 34.57%           | 29.60%          | 24.63%          |
| 存货            | 159045.47        | 207594.21        | 256473.72        | 313334.33        | 营业利润增长率           | 40.71%           | 25.72%           | 28.99%          | 13.03%          |
| 其他流动资产        | 24731.73         | 28658.77         | 37080.41         | 46162.53         | 净利润增长率            | 38.08%           | 24.12%           | 22.17%          | 17.16%          |
| 长期股权投资        | 8324.87          | 10124.87         | 12124.87         | 14224.87         | EBITDA 增长率        | 38.67%           | 24.73%           | 26.46%          | 11.95%          |
| 投资性房地产        | 4891.32          | 4910.89          | 4930.53          | 4950.25          | <b>获利能力</b>       |                  |                  |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 毛利率               | 29.62%           | 28.41%           | 28.45%          | 27.53%          |
| 无形资产和开发支出     | 205.30           | 185.80           | 166.30           | 146.79           | 三费率               | 8.70%            | 8.58%            | 8.64%           | 8.47%           |
| 其他非流动资产       | 4756.20          | 5291.30          | 5826.41          | 6361.51          | 净利率               | 10.00%           | 9.23%            | 8.70%           | 8.18%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>234110.57</b> | <b>293918.64</b> | <b>362840.41</b> | <b>439943.02</b> | ROE               | 7.66%            | 10.19%           | 11.24%          | 11.84%          |
| 短期借款          | 12308.18         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | ROA               | 1.42%            | 1.40%            | 1.39%           | 1.34%           |
| 应付和预收款项       | 70148.70         | 150463.57        | 206572.41        | 270317.24        | ROIC              | 3.32%            | 4.27%            | 5.41%           | 6.12%           |
| 长期借款          | 45735.23         | 45135.23         | 45735.23         | 45735.23         | EBITDA/销售收入       | 14.29%           | 13.24%           | 12.92%          | 11.61%          |
| 其他负债          | 62623.76         | 57927.23         | 65803.08         | 74113.93         | <b>营运能力</b>       |                  |                  |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>190815.87</b> | <b>253526.03</b> | <b>318110.72</b> | <b>390166.39</b> | 总资产周转率            | 0.16             | 0.17             | 0.18            | 0.18            |
| 股本            | 2117.22          | 2117.22          | 2117.22          | 2117.22          | 固定资产周转率           | 95.21            | —                | —               | —               |
| 资本公积          | 1141.40          | 1141.40          | 1141.40          | 1141.40          | 应收账款周转率           | 1366.20          | 1244.79          | 1343.03         | 1277.21         |
| 留存收益          | 10074.54         | 12973.83         | 16504.89         | 20607.45         | 存货周转率             | 0.16             | 0.17             | 0.18            | 0.18            |
| 归属母公司股东权益     | 19757.12         | 16195.25         | 19726.31         | 23828.87         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 160.07%          | —                | —               | —               |
| 少数股东权益        | 23537.58         | 24197.36         | 25003.38         | 25947.75         | <b>资本结构</b>       |                  |                  |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>43294.70</b>  | <b>40392.61</b>  | <b>44729.69</b>  | <b>49776.62</b>  | 资产负债率             | 81.51%           | 86.26%           | 87.67%          | 88.69%          |
| 负债和股东权益合计     | 234110.57        | 293918.64        | 362840.41        | 439943.02        | 带息债务/总负债          | 37.23%           | 22.93%           | 18.46%          | 15.05%          |
|               |                  |                  |                  |                  | 流动比率              | 1.68             | 1.45             | 1.36            | 1.30            |
|               |                  |                  |                  |                  | 速动比率              | 0.44             | 0.35             | 0.33            | 0.32            |
|               |                  |                  |                  |                  | 股利支付率             | 0.00%            | 16.11%           | 16.37%          | 17.07%          |
|               |                  |                  |                  |                  | <b>每股指标</b>       |                  |                  |                 |                 |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股收益              | 1.32             | 1.63             | 1.99            | 2.34            |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股净资产             | 9.33             | 7.65             | 9.32            | 11.25           |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股经营现金            | 13.24            | 9.02             | 2.46            | 2.86            |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股股利              | 0.00             | 0.26             | 0.33            | 0.40            |
|               |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2019A            | 2020E            | 2021E            | 2022E            |                   |                  |                  |                 |                 |
| EBITDA        | 4735.88          | 5906.83          | 7469.78          | 8362.39          |                   |                  |                  |                 |                 |
| PE            | 5.07             | 4.09             | 3.34             | 2.85             |                   |                  |                  |                 |                 |
| PB            | 0.71             | 0.87             | 0.72             | 0.59             |                   |                  |                  |                 |                 |
| PS            | 0.43             | 0.32             | 0.24             | 0.20             |                   |                  |                  |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 13.53            | 8.54             | 5.94             | 4.50             |                   |                  |                  |                 |                 |
| 股息率           | 0.00%            | 3.94%            | 4.89%            | 5.98%            |                   |                  |                  |                 |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名     | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄丽娟    | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 杨博睿    | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳    | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹     | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚     | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王梓乔    | 销售经理    | 13488656012   | 13488656012 | wzqiao@swsc.com.cn   |
|    | 高妍琳    | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚    | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |