

结转提速业绩稳增，销售有望站上新台阶

——2020 年三季度点评



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	15.36元
目标价格	20.72元
52周最高价/最低价	18.13/13.98元
总股本/流通A股(万股)	1,196,689/1,196,689
A股市值(百万元)	183,811
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年11月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.34	-3.34	-1.03	5.28
相对表现	-5.85	-5.69	-1.87	-15.38
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



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
业绩维持正增长，融资优势行业领先：—— 2020-08-24
2020 年中报点评
盈利升杠杆降，业绩再度超预期：——2019 2020-04-16

事件

- 公司发布 2020 年三季度报，2020 年前三季度实现营收 1174.0 亿元，同比增长 5.0%，归母净利润 132.0 亿元，同比增长 2.9%。

核心观点

- **业绩平稳增长，单季度结转有所提速。**2020 年前三季度业绩平稳增长，业绩增速略低于营收，主要由于年内结转项目毛利率为 34.0%，较去年同期下降 1.9 个百分点。公司金融资产公允价值变动收益同比减少 101.6%，但从合作开发获得投资收益同比增加 54.8%，整体利润率维持基本稳定。从单季度来看，三季度营收 437.3 亿元，同比增长 7.5%，归母净利润 30.8 亿元，同比增长 7.0%，疫情后单季度结转加速，央企龙头业绩确定性依旧。
- **三季度销售发力，规模有望再上台阶。**2020 年前三季度，公司累计实现销售面积 2444.1 万平方米，同比增长 6.6%；累计实现销售金额 3673.8 亿元，同比增长 5.9%，累计销售面积和金额较上半年均同比转正；销售均价 15031 元/平，同比下降 0.6%。据克而瑞数据，截止 9 月公司在全国房企销售排名第 5 位，较去年同期持平，全年有望站上 5000 亿元销售规模。
- **拿地规模稳健增长，土储结构优良。**2020 年前三季度公司累计土地投资金额为 1256.6 亿元，拿地建筑面积 1862.1 万平米，投资强度（投资金额/销售金额）为 34.2%，其中三季度拿地面积 997.5 万平米，投资强度规模大幅上升。公司前三季度新获取 88 个项目中，56 个位于一二线城市，保持以一二线城市为主，深耕部分优质三四线城市的布局，土储结构基本保持稳定，投资规模基本满足持续销售的需要。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，维持目标价 20.72 元。**我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 2.96/3.48/3.95 元。可比公司 2020 年估值为 7X，我们给予公司 2020 年 7X 估值，对应目标价 20.72 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)	194,514	235,934	299,984	353,067	411,647
同比增长(%)	32.9%	21.3%	27.1%	17.7%	16.6%
营业利润(百万元)	35,593	50,402	62,574	73,503	83,658
同比增长(%)	39.4%	41.6%	24.1%	17.5%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	18,904	27,959	35,328	41,477	47,189
同比增长(%)	21.0%	47.9%	26.4%	17.4%	13.8%
每股收益(元)	1.58	2.34	2.96	3.48	3.95
毛利率(%)	32.5%	35.0%	33.9%	33.8%	33.0%
净利率(%)	9.7%	11.9%	11.8%	11.7%	11.5%
净资产收益率(%)	16.5%	20.1%	20.9%	21.1%	20.8%
市盈率	10.7	7.2	5.7	4.9	4.3
市净率	1.7	1.3	1.1	1.0	0.8

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。

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	113,431	139,419	89,995	105,920	123,494	营业收入	194,514	235,934	299,984	353,067	411,647
应收票据及应收账款	2,044	1,845	4,650	5,473	6,381	营业成本	131,339	153,450	198,235	233,701	275,779
预付账款	26,045	42,751	74,996	88,267	102,912	营业税金及附加	16,122	21,841	26,999	31,776	37,048
存货	474,505	584,001	656,496	735,428	823,075	营业费用	5,912	6,681	7,925	8,984	10,091
其他	150,456	168,905	243,552	256,823	271,468	管理费用及研发费用	3,536	4,289	4,914	5,574	6,264
流动资产合计	766,481	936,922	1,069,689	1,191,910	1,327,329	财务费用	2,585	2,582	2,814	3,371	3,091
长期股权投资	48,489	59,046	59,046	59,046	59,046	资产减值损失	2,351	1,202	1,048	1,048	1,048
固定资产	4,594	7,472	9,017	14,611	15,905	公允价值变动收益	190	713	452	452	539
在建工程	878	0	2,205	0	0	投资净收益	2,690	3,702	4,072	4,438	4,793
无形资产	119	389	311	234	156	其他	44	98	0	0	0
其他	25,933	29,379	20,270	20,250	20,230	营业利润	35,593	50,402	62,574	73,503	83,658
非流动资产合计	80,012	96,287	90,850	94,141	95,338	营业外收入	366	353	353	353	353
资产总计	846,494	1,033,209	1,160,539	1,286,051	1,422,667	营业外支出	179	224	120	120	120
短期借款	3,011	3,133	73,586	79,224	77,183	利润总额	35,780	50,531	62,806	73,736	83,891
应付票据及应付账款	50,686	113,153	73,942	87,170	102,865	所得税	9,631	12,977	15,702	18,434	20,973
其他	391,199	483,414	551,011	630,116	717,413	净利润	26,149	37,554	47,105	55,302	62,918
流动负债合计	444,897	599,700	698,538	796,510	897,461	少数股东损益	7,245	9,595	11,776	13,826	15,730
长期借款	181,874	172,072	162,072	152,072	142,072	归属于母公司净利润	18,904	27,959	35,328	41,477	47,189
应付债券	33,065	31,518	33,065	27,668	24,931	每股收益(元)	1.58	2.34	2.96	3.48	3.95
其他	164	396	0	0	0						
非流动负债合计	215,103	203,986	195,137	179,740	167,004						
负债合计	660,000	803,687	893,676	976,250	1,064,465						
少数股东权益	64,572	73,500	85,276	99,102	114,831	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	11,895	11,933	11,934	11,934	11,934	成长能力					
资本公积	15,246	18,323	18,323	18,323	18,323	营业收入	32.9%	21.3%	27.1%	17.7%	16.6%
留存收益	88,121	110,106	135,650	164,761	197,433	营业利润	39.4%	41.6%	24.1%	17.5%	13.8%
其他	6,661	15,660	15,680	15,680	15,680	归属于母公司净利润	21.0%	47.9%	26.4%	17.4%	13.8%
股东权益合计	186,494	229,522	266,863	309,801	358,202	获利能力					
负债和股东权益总计	846,494	1,033,209	1,160,539	1,286,051	1,422,667	毛利率	32.5%	35.0%	33.9%	33.8%	33.0%
						净利率	9.7%	11.9%	11.8%	11.7%	11.5%
						ROE	16.5%	20.1%	20.9%	21.1%	20.8%
						ROIC	6.9%	8.3%	9.4%	10.2%	10.9%
						偿债能力					
						资产负债率	78.0%	77.8%	77.0%	75.9%	74.8%
						净负债率	80.6%	56.9%	71.8%	53.6%	37.3%
						流动比率	1.72	1.56	1.53	1.50	1.48
						速动比率	0.65	0.58	0.59	0.57	0.56
						营运能力					
						应收账款周转率	100.8	122.5	94.6	72.1	71.8
						存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	1.58	2.34	2.96	3.48	3.95
						每股经营现金流	1.00	3.28	-4.23	3.43	3.96
						每股净资产	10.19	13.04	15.22	17.65	20.39
						估值比率					
						市盈率	9.7	6.6	5.7	4.9	4.3
						市净率	1.5	1.2	1.1	1.0	0.8
						EV/EBITDA	7.5	5.4	4.7	4.0	3.5
						EV/EBIT	7.6	5.5	4.7	4.0	3.6

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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

