

## 业绩增长超预期，负债率维持低位

——2019 年中报点评

## 核心观点

- 营收业绩增速均提升，利润率略有下降。公司 2019 年上半年实现营业收入 1393.2 亿元，同比增长 31%，实现归母净利润 118.4 亿元，同比增长 30%。公司业绩增速与营收增速基本一致，主要原因是：1）公司上半年净利润率 13.8%，较去年同期上升 1 个百分点；2）公司上半年少数股东损益占比较去年同期提升 6.1 个百分点，两相抵消。公司上半年毛利率 36.2%，较 2018 年底下降 1.3 个百分点；净利率 13.8%，较 2018 年底下降 2.8 个百分点，盈利能力略有下降，主要受到结算项目区域结构的影响。
- 销售维持稳定增长，投资强度进一步下降。2019 年上半年公司实现销售金额 3340.0 亿元，同比增长 9.6%，位列全国房企销售榜第二位，在 41 个城市的市占率位列当地前三。公司上半年新增 54 个项目，合计建面 1372.8 万方，权益建面 941.8 万方，对应权益拿地金额 649.8 亿元，上半年投资强度仅 28%，较 2018 年下降 14 个百分点，维持较审慎的拿地策略。新增土储中，按建筑面积和投资金额算分别有 82%和 88%位于一二线城市。
- 负债率维持低位，有息负债规模下降。截至 2019 年 6 月底，公司扣除预售账款的资产负债率为 49.3%，较 2018 年底下降 2.3 个百分点。净资产负债率 35.0%，较 2018 年底上升 10.0 个百分点，净负债率虽有所上升，但仍远低于行业平均水平。公司有息负债规模为 2253 亿元，较 2018 年底减少了 359 亿元。现金短债覆盖倍数仍维持在 2.0 倍，维持较强的偿债能力。

## 财务预测与投资建议

- 维持买入评级，目标价 33.21 元。根据中报情况我们对公司项目结算进行调整，同时考虑股本的变化，将公司 2019-2021 年 EPS 调整为 3.69/4.53/5.53 元（原预测为 3.69/4.49/5.48 元）。可比公司 2019 年 PE 估值为 7X，考虑到公司较可比公司积极拓展资管类业态的项目，向轻资产化运营，较可比公司应享有更高估值溢价，我们维持 20%的估值溢价，给予公司 9X 估值，对应目标价 33.21 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

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242,897	297,679	369,779	453,625	554,945
同比增长(%)	1.0%	22.6%	24.2%	22.7%	22.3%
营业利润(百万元)	50,813	67,499	81,649	100,215	122,435
同比增长(%)	30.2%	32.8%	21.0%	22.7%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	28,052	33,773	41,703	51,190	62,545
同比增长(%)	33.4%	20.4%	23.5%	22.7%	22.2%
每股收益(元)	2.48	2.99	3.69	4.53	5.53
毛利率(%)	34.1%	37.5%	36.3%	37.1%	37.0%
净利率(%)	11.5%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
净资产收益率(%)	22.8%	23.4%	24.2%	23.9%	23.1%
市盈率	10.9	9.1	7.4	6.0	4.9
市净率	2.3	2.0	1.6	1.3	1.0

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(2019年08月20日)	27.17 元
目标价格	33.21 元
52 周最高价/最低价	33.48/20.59 元
总股本/流通 A 股(万股)	1,130,214/971,517
A 股市值(百万元)	307,079
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019 年 08 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.9	-11.53	-3.3	16.36
相对表现	3.92	11	5.03	-4.3
沪深 300	3.33	-5.3	4.7	15.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲

021-63325888\*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060003

证券分析师 房诚琦

房诚琦

021-63325888\*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518070003

联系人 马晓东

马晓东

联系人

maxiaodong@orientsec.com.cn

孙天一

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

营收业绩增速均提升，利润率略有下降 .....	4
销售维持稳定增长，稳居全国销售榜眼 .....	4
负债率维持低位，有息负债规模下降.....	5
盈利预测与投资建议 .....	6
盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 为 3.69/4.53/5.53 元.....	6
投资建议：维持买入评级，目标价为 33.21 元 .....	6
风险提示 .....	6

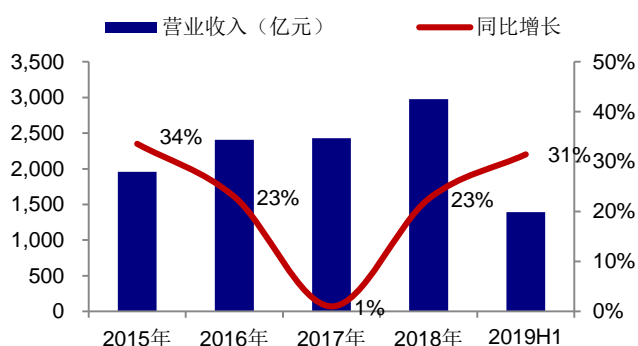
## 图表目录

图 1：上半年实现营业收入 1393.2 亿元，同比增长 31% .....	4
图 2：上半年实现归母净利润 118.4 亿元，同比增长 30% .....	4
图 3：利润率略有下降 .....	4
图 4：少数股东损益占比有所提升 .....	4
图 5：上半年实现销售金额 3340.0 亿元，同比增长 9.6% .....	5
图 6：上半年新增土储 1372.8 万方，投资强度继续下降 .....	5

## 营收业绩增速均提升，利润率略有下降

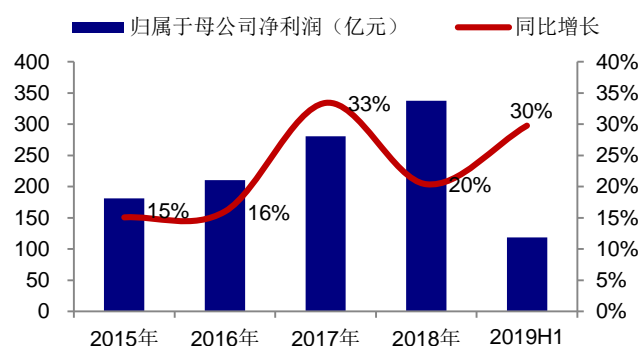
营收业绩增速均提升，利润率略有下降。公司 2019 年上半年实现营业收入 1393.2 亿元，同比增长 31%，实现归母净利润 118.4 亿元，同比增长 30%。公司业绩增速与营收增速基本一致，主要原因是：1）公司上半年净利润率 13.8%，较去年同期上升 1 个百分点；2）公司上半年少数股东损益占比较去年同期提升 6.1 个百分点，两相抵消。公司上半年毛利率 36.2%，较 2018 年底下降 1.3 个百分点；净利率 13.8%，较 2018 年底下降 2.8 个百分点，盈利能力略有下降，主要受到结算项目区域结构的影响，其中主要受到南方区域和北方区域结算利润率下降的拖累。

图 1：上半年实现营业收入 1393.2 亿元，同比增长 31%



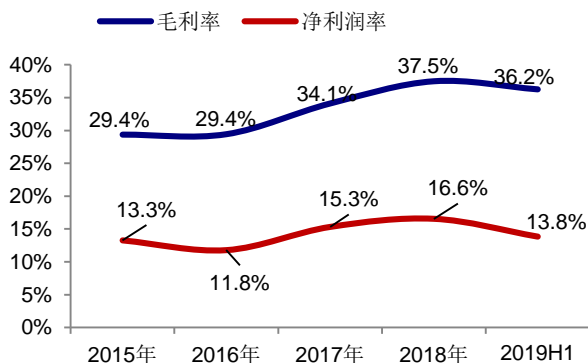
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：上半年实现归母净利润 118.4 亿元，同比增长 30%



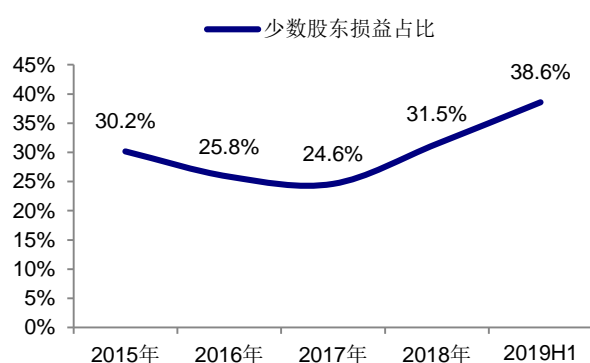
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：利润率略有下降



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：少数股东损益占比有所提升



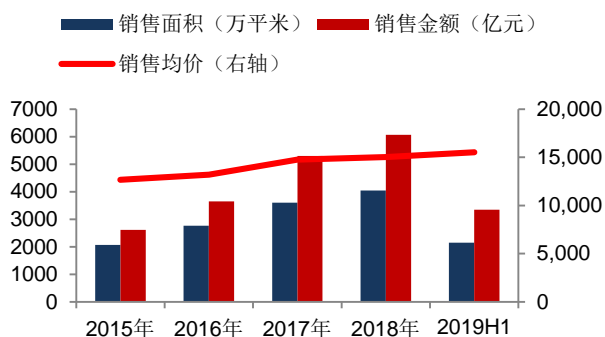
数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 销售维持稳定增长，稳居全国销售榜眼

销售维持稳定增长，稳居全国销售榜眼。2019 年上半年公司实现销售金额 3340.0 亿元，同比增长 9.6%；实现销售面积 2150.1 万方，同比增长 5.6%；销售均价 15534 元/平。目前公司位列全国房企销售榜的第二位，公司坚定贯彻城市深耕的销售战略，在 41 个城市的市占率位列当地前三。

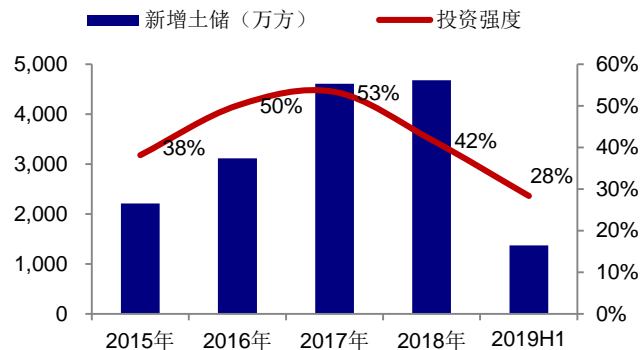
土地投资方面，维持谨慎策略投资强度进一步下降。公司 2019 年上半年新增 54 个项目，合计建面 1372.8 万方，其中权益建面 941.8 万方，对应权益拿地金额 649.8 亿元，上半年投资强度（拿地金额/销售金额）仅 28%，较 2018 年全年继续下降 14 个百分点，维持了比较审慎的拿地策略。公司仍然坚持一贯的城市布局策略，新增土储中，按建筑面积和投资金额算分别有 82%和 88%位于一二线城市。

图 5：上半年实现销售金额 3340.0 亿元，同比增长 9.6%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：上半年新增土储 1372.8 万方，投资强度继续下降

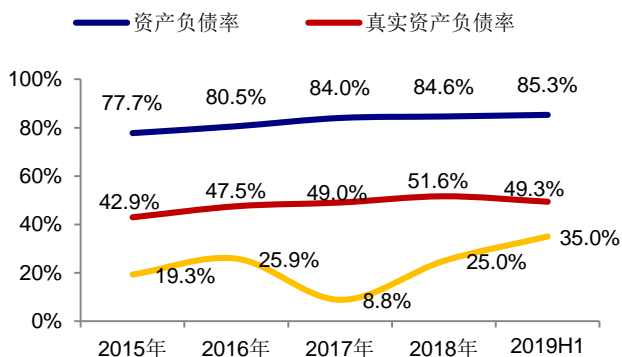


数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 负债率维持低位，有息负债规模下降

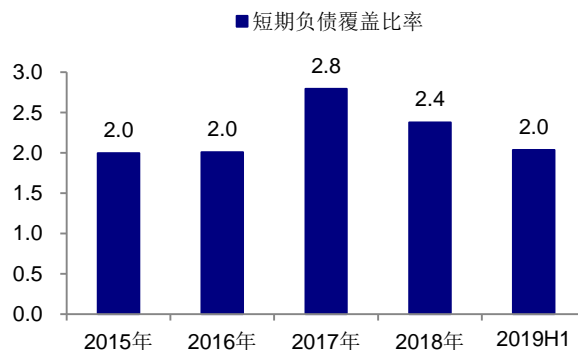
负债率维持低位，有息负债规模下降。截至 2019 年 6 月底，公司扣除预售账款的资产负债率为 49.3%，较 2018 年底下降 2.3 个百分点。净资产负债率 35.0%，较 2018 年底上升 10.0 个百分点，净负债率虽有所上升，但仍远低于行业平均水平。公司有息负债规模为 2253 亿元，较 2018 年底减少了 359 亿元。现金短债覆盖倍数仍维持在 2.0 倍，维持较强的偿债能力。

图 7：公司负债率略有上升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：短期负债覆盖比率仍然维持 2 倍以上



数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 为 3.69/4.53/5.53 元

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.69/4.53/5.53 元

我们对公司 2019-2021 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 3512/4269/5163 亿元。
- 2) 公司销售费用率为 2.76%/2.67%/2.58%，管理费用率为 3.35%/3.24%/3.14%。
- 3) 公司所得税费用率维持在 27%

### 投资建议：维持买入评级，目标价为 33.21 元

**维持买入评级，目标价 33.21 元。**根据中报情况我们对公司项目结算进行调整，同时考虑股本的变化，将公司 2019-2021 年 EPS 调整为 3.69/4.53/5.53 元（原预测为 3.69/4.49/5.48 元）。可比公司 2019 年 PE 估值为 7X，考虑到公司较可比公司积极拓展资管类业态的项目，向轻资产化运营，较可比公司应享有更高估值溢价，我们维持 20% 的估值溢价，给予公司 9X 估值，对应目标价 33.21 元。

## 风险提示

- 1、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。
- 2、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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	174,121	188,417	166,401	204,131	249,725	营业收入	242,897	297,679	369,779	453,625	554,945
应收账款	1,433	1,586	2,219	2,722	3,330	营业成本	160,080	186,104	235,395	285,198	349,535
预付账款	73,017	75,951	110,934	136,087	166,484	营业税金及附加	19,722	23,176	29,582	36,290	44,396
存货	598,088	750,303	1,013,386	1,227,793	1,504,766	营业费用	6,262	7,868	10,065	11,922	14,122
其他	170,894	278,815	285,345	344,036	414,961	管理费用	8,866	11,287	12,222	14,477	17,148
<b>流动资产合计</b>	<b>1,017,553</b>	<b>1,295,072</b>	<b>1,578,284</b>	<b>1,914,770</b>	<b>2,339,265</b>	财务费用	2,075	5,999	7,596	13,091	15,511
长期股权投资	81,224	129,528	129,528	129,528	129,528	资产减值损失	1,319	2,354	736	645	833
固定资产	7,099	11,534	8,417	5,300	2,182	公允价值变动收益	0	87	0	0	0
在建工程	1,022	1,913	2,163	2,413	2,663	投资净收益	6,245	6,788	7,467	8,213	9,035
无形资产	1,438	4,953	4,245	3,538	2,830	其他	(5)	(267)	0	0	0
其他	57,011	85,580	92,892	102,892	112,892	<b>营业利润</b>	<b>50,813</b>	<b>67,499</b>	<b>81,649</b>	<b>100,215</b>	<b>122,435</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>147,794</b>	<b>233,508</b>	<b>237,244</b>	<b>243,669</b>	<b>250,095</b>	营业外收入	723	474	474	474	474
<b>资产总计</b>	<b>1,165,347</b>	<b>1,528,579</b>	<b>1,815,528</b>	<b>2,158,439</b>	<b>2,589,360</b>	营业外支出	394	513	513	513	513
短期借款	16,109	10,102	253,748	330,194	433,896	<b>利润总额</b>	<b>51,142</b>	<b>67,460</b>	<b>81,611</b>	<b>100,177</b>	<b>122,397</b>
应付账款	173,439	229,597	235,395	285,198	349,535	所得税	13,934	18,188	22,035	27,048	33,047
其他	657,807	882,215	884,813	1,028,345	1,201,877	<b>净利润</b>	<b>37,208</b>	<b>49,272</b>	<b>59,576</b>	<b>73,129</b>	<b>89,350</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>847,355</b>	<b>1,121,914</b>	<b>1,373,956</b>	<b>1,643,738</b>	<b>1,985,309</b>	少数股东损益	9,157	15,500	17,873	21,939	26,805
长期借款	96,029	120,929	120,929	120,929	120,929	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>28,052</b>	<b>33,773</b>	<b>41,703</b>	<b>51,190</b>	<b>62,545</b>
应付债券	32,323	47,095	31,577	31,577	31,577	每股收益（元）	2.48	2.99	3.69	4.53	5.53
其他	2,966	3,020	3,020	3,020	3,020	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>131,318</b>	<b>171,045</b>	<b>155,526</b>	<b>155,526</b>	<b>155,526</b>		<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>978,673</b>	<b>1,292,959</b>	<b>1,529,482</b>	<b>1,799,264</b>	<b>2,140,835</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	53,999	79,857	97,729	119,668	146,473	营业收入	1.0%	22.6%	24.2%	22.7%	22.3%
股本	11,039	11,039	11,302	11,302	11,302	营业利润	30.2%	32.8%	21.0%	22.7%	22.2%
资本公积	8,329	8,006	8,006	8,006	8,006	归属于母公司净利润	33.4%	20.4%	23.5%	22.7%	22.2%
留存收益	113,072	139,118	169,009	220,200	282,744	<b>获利能力</b>					
其他	235	(2,399)	0	0	0	毛利率	34.1%	37.5%	36.3%	37.1%	37.0%
<b>股东权益合计</b>	<b>186,674</b>	<b>235,621</b>	<b>286,046</b>	<b>359,175</b>	<b>448,525</b>	净利率	11.5%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,165,347</b>	<b>1,528,579</b>	<b>1,815,528</b>	<b>2,158,439</b>	<b>2,589,360</b>	ROE	22.8%	23.4%	24.2%	23.9%	23.1%
<b>现金流量表</b>						ROIC	11.5%	12.5%	11.1%	10.8%	10.7%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
净利润	37,208	49,272	59,576	73,129	89,350	资产负债率	84.0%	84.6%	84.2%	83.4%	82.7%
折旧摊销	1,199	2,566	3,825	3,825	3,825	净负债率	8.8%	25.0%	83.9%	77.6%	75.1%
财务费用	2,075	5,999	7,596	13,091	15,511	流动比率	1.20	1.15	1.15	1.16	1.18
投资损失	(6,245)	(6,788)	(7,467)	(8,213)	(9,035)	速动比率	0.49	0.48	0.41	0.42	0.42
营运资金变动	45,321	5,802	(236,043)	(106,064)	(141,866)	<b>营运能力</b>					
其它	2,764	(23,233)	8,725	645	833	应收账款周转率	138.5	197.2	194.4	183.6	183.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>82,323</b>	<b>33,618</b>	<b>(163,788)</b>	<b>(23,588)</b>	<b>(41,382)</b>	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(2,199)	(13,160)	(250)	(250)	(250)	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
长期投资	(26,472)	(72,207)	(10,000)	(10,000)	(10,000)	<b>每股指标（元）</b>					
其他	(22,943)	18,003	10,186	8,213	9,035	每股收益	2.48	2.99	3.69	4.53	5.53
<b>投资活动现金流</b>	<b>(51,613)</b>	<b>(67,364)</b>	<b>(64)</b>	<b>(2,037)</b>	<b>(1,215)</b>	每股经营现金流	7.28	2.97	-14.49	-2.09	-3.66
债权融资	62,845	63,523	(85,064)	0	0	每股净资产	11.74	13.78	16.66	21.19	26.73
股权融资	61	(324)	263	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(7,641)	(18,401)	226,637	63,355	88,192	市盈率	10.9	9.1	7.4	6.0	4.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>55,265</b>	<b>44,798</b>	<b>141,836</b>	<b>63,355</b>	<b>88,192</b>	市净率	2.3	2.0	1.6	1.3	1.0
汇率变动影响	(1,139)	291	0	0	0	EV/EBITDA	5.5	3.9	3.2	2.6	2.1
<b>现金净增加额</b>	<b>84,836</b>	<b>11,342</b>	<b>(22,017)</b>	<b>37,730</b>	<b>45,594</b>	EV/EBIT	5.7	4.1	3.4	2.6	2.2

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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

