

公司研究/首次覆盖

2020年06月08日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 8.13
合理价格区间(元): 10.22~10.95

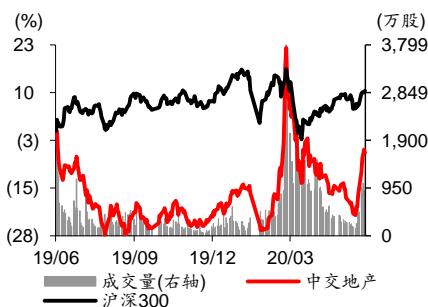
陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

背靠五商中交, 胸怀鸿鹄之志

中交地产(000736)

核心观点

公司为中国交通建设集团旗下唯一 A 股地产平台, 有望受益于集团全产业链资源和融资扶持, 集团做强做大诉求较强。公司 2015 年以来拿地、销售齐发力, 集中布局核心二线城市, 土储质量较高; 前绿城核心高管李永前上任加速市场化改革, 公司有望迎来全面成长期。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.46、1.83、2.30 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

经营: 2015 年起集团地产整合加速, 土储和销售齐发力

公司 2010 年随中房集团整体并入中国交通建设集团, 2015 年中交集团旗下地产业务深度整合成为中交房地产集团, 公司为地产集团旗下唯一 A 股上市平台。公司 2019 年全口径销售金额达 294 亿, 2016-2019 年 CAGR 达 103%, 尽显黑马本色。2016-2019 年拿地金额 CAGR 达 37.8%, 布局城市数量由 2015 年的 5 个快速拓展至 2019 年的 24 个, 且全部位于以长三角和成渝为主的五大城市群一二线城市。2019 年末竣工土储 929 万平, 测算货值约 1319 亿元, 满足 2.5 年的开发销售需求, 可持续发展能力强。

财务: 业绩具备弹性, 央企背景构筑融资优势

公司近年销售管理费用率持续向行业平均水平回归, 销售高增长带动业绩持续释放, 2016-2018 年营收和归母净利 CAGR 分别达到 100.4% 和 205.4%。2019 年受结转结构、利息资本化率降低、少数股东损益分流以及资产减值的共同影响, 归母净利有所下滑, 但我们认为未来随着优质项目逐步结转, 业绩增速有望重回增长轨道。公司负债率水平整体高于行业平均, 但净负债率从此前高点逐步回落, 财务结构整体健康, 现金覆盖倍数长期保持 1.8 以上, 2019 长债占比 65.6%, 2019 年 6 月“联合评级”上调公司主体评级, 央企背景叠加规模扩张提速, 融资优势有望持续显现。

管理: 集团助推跨越式发展, 平台换帅注入新活力

中国交通建设集团明确表态全力推动中交房地产集团快速实现跨越式发展。早年中国交通建设集团派驻到绿城第一批高管中的核心人物李永前于 2019 年先后任职公司总裁和董事长, 上任以来开启全面改革, 在融资和拿地层面积极进展。此外中国交通建设集团国企改革提速, 中交房地产集团纳入“双百企业”名单, 未来在管理层面改革深化, 集团也承诺逐步解决公司同业竞争问题, 2021 年前逐步启动下属其他涉房企业与中交地产的深度融合, 并协调绿城中国与中交地产的差异化经营。

小身材大梦想, 首次覆盖给予“买入”评级

我们测算公司当前股价相比每股 RNAV 折价 50.6%。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.46、1.83、2.30 元。可比公司 2020 年平均 PE 5.8 倍, 公司 2015 年以来土储和销售齐发力, 有望在新管理层领导下全面释放业绩弹性, 我们认为公司 2020 年合理 PE 估值 7-7.5 倍, 目标价 10.22-10.95 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 行业政策风险, 行业下行风险, 经营风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	534.95
流通 A 股 (百万股)	534.95
52 周内股价区间 (元)	6.24-10.57
总市值 (百万元)	4,349
总资产 (百万元)	57,944
每股净资产 (元)	5.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,948	14,063	17,227	22,112	28,255
+/-%	42.91	57.17	22.49	28.36	27.78
归属母公司净利润 (百万元)	809.87	542.50	780.22	981.30	1,229
+/-%	36.69	(33.01)	43.82	25.77	25.21
EPS (元, 最新摊薄)	1.51	1.01	1.46	1.83	2.30
PE (倍)	5.37	8.02	5.57	4.43	3.54

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点	5
盈利预测和评级	5
中交地产：中国交通建设集团 A 股唯一地产平台	6
发展历程：随全国地产改革应运而生，重组开启全面市场化发展	6
股权结构：背靠“五商中交”，承担核心地产职能	7
经营：2015 年起集团地产整合加速，土储和销售齐发力	9
销售：以中交房地产集团成立为标志迎来高速增长期	9
扩张：近年大幅加大拿地力度，战略布局五大城市群	10
土储：土地储备满足 2.5 年开发需求，助推公司未来高速发展	12
财务：业绩具备弹性，央企背景构筑融资优势	13
已售未结储备充裕，构筑未来业绩弹性	13
利润率持续回升，ROE 维持历史高位	14
快速成长下负债率维持高位，央企背景构筑融资优势	15
管理：集团助推跨越式发展，平台换帅注入新活力	17
集团全力推动地产平台跨越式发展	17
新帅李永前领航开启新时代	17
改革经营趋于市场化	19
集团土地资源丰富，未来具备整合预期	20
投资建议：小身材大梦想，首次覆盖给予“买入”评级	21
RNAV 折价 50.6%	21
盈利预测	21
风险提示	22
PE/PB - Bands	23

图表目录

图表 1: 上市以来总资产和归母净资产	6
图表 2: 上市以来营业收入和归母净利润	6
图表 3: 中交地产发展历程	7
图表 4: 中交地产股权结构 (2019 年末)	7
图表 5: 中交房地产集团旗下业务平台	8
图表 6: 中交房地产集团 2016-2018 年签约销售金额 (亿元)	8
图表 7: 中交房地产集团 2016-2019 营业收入及归母净利润	8
图表 8: 2012-2019 签约销售金额及同比增速	9
图表 9: 2012-2019 签约销售面积及同比增速	9
图表 10: 2012-2019 签约销售均价及同比增速	9
图表 11: 2016-2019 权益销售金额及权益比例	9
图表 12: 2011-2019 签约销售面积城市分布 (万平米)	10
图表 13: 2019 各城市销售金额占比	10
图表 14: 2019 各能级城市销售金额占比	10
图表 15: 2019 各城市群销售金额占比	10
图表 16: 2013-2019 新增土储面积与百城成交建面	10
图表 17: 2013-2019 新增土储总价与百城成交总价	10
图表 18: 2013-2019 拿地与销售对比	11
图表 19: 2013-2019 楼面价与销售均价比值	11
图表 20: 新增土储权益金额及权益比例 (金额口径)	11
图表 21: 2013-2019 业务布局城市数量	11
图表 22: 2013-2019 新增拿地面积城市分布 (万平方米)	11
图表 23: 2019 年新增土储金额城市分布	11
图表 24: 2013-2019 未竣工土储总量及权益比例	12
图表 25: 2019 未竣工土储城市分布	12
图表 26: 2019 未竣工土储城市能级分布	12
图表 27: 2013-2019 未竣工土储分布 (万平米)	12
图表 28: 对比分析涉及分类房企标的池	13
图表 29: 公司期间费用率与行业对比	13
图表 30: 公司销售、管理费用率与行业对比	13
图表 31: 公司营业收入及同比增速	13
图表 32: 公司归母净利润及同比增速	13
图表 33: 公司预收账款规模	14
图表 34: 公司预收账款规模及对营收的覆盖率与行业对比	14
图表 35: 公司毛利率与行业对比	14
图表 36: 公司净利率与行业对比	14
图表 37: 公司加权平均 ROE 与行业对比	14
图表 38: 公司有息负债规模 (亿元)	15
图表 39: 扣除预收款的资产负债率及行业对比	15

图表 40: 公司净负债率与行业对比	15
图表 41: 货币资金对短期有息负债的覆盖率及行业对比	15
图表 42: 公司长短期有息债务结构	16
图表 43: 2019 各渠道融资数据	16
图表 44: 公司公开市场债券发行	16
图表 45: 中交房地产集团董事长调研座谈会	17
图表 46: 中交房地产集团 2020 年经营业绩责任书签约仪式	17
图表 47: 2015 年以来重要高管变动	17
图表 48: 李永前工作经历	18
图表 49: 2020 年 1-5 月新增融资 (亿元)	18
图表 50: 公司筹资活动现金流入额	18
图表 51: 2019 跟投项目表	19
图表 52: 中交置业主要在建项目 (截至 2019Q1)	20
图表 53: 公司 RNAV 估值	21
图表 54: 盈利预测关键假设表 (百万)	21
图表 55: 主流上市房企市销率对比 (全口径销售)	22
图表 56: 主流上市房企市销率对比 (权益口径销售)	22
图表 57: 可比公司估值 (截至 2020 年 6 月 7 日)	22
图表 58: 中交地产历史 PE-Bands	23
图表 59: 中交地产历史 PB-Bands	23

投资要点

公司原为中房集团核心地产业务平台，成立之初承担推进房屋建设商品化的历史使命。2010 年随中房集团整体并入中国交通建设集团，2015 年中交集团旗下房地产业务深度整合成为中交房地产集团，公司为地产集团旗下唯一 A 股上市平台，战略定位凸出，承担中国交通建设集团“五商中交”战略中地产核心职能。公司核心看点在于：

- 1、以 2015 年中国交通建设集团地产平台整合为契机，公司拿地、销售齐发力，2016-2019 年销售金额 CAGR 高达 103%，2019 年全口径销售金额达 294 亿。2016-2019 年拿地金额 CAGR 达 37.8%，布局城市数量由 2015 年的 5 个快速拓展至 2019 年的 24 个，主要位于五大城市群核心二线城市。2019 年土储（未竣工口径）达 929 万平，权益比例 59%，可满足 2.5 年左右销售周期，土储丰富，为公司持续发展打下基础。
- 2、中国交通建设集团是 16 家国务院批准的以房地产开发为主业的央企之一，而公司作为集团旗下唯一 A 股上市平台，也将承担“五商中交”中的核心职能。中国交通建设集团做强做大诉求较强，全产业链优势和遍布全球 120 余个国家地区的基建资源有望推动房地产业务协调发展。此外中交房地产集团旗下 7 个地产平台涉及海内外地产开发、资产运营管理、地产金融支持等多元业务，协同整合优势明显。2020 年 3 月集团明确表态全力推动中交房地产集团快速实现跨越式发展。
- 3、早年中国交通建设集团派驻到绿城第一批高管中的核心人物李永前于 2019 年先后任职公司总裁和董事长，上任以来或将开启全面改革，公司在融资和拿地层面呈现更为积极的表现：2020 年抛出 308 亿融资计划，1-5 月累计新增借款 169.0 亿。据克而瑞统计 1-5 月公司新增货值 415 亿，位居全国第 23 名。
- 4、中国交通建设集团国企改革进一步提速，为上市平台的发展空间进一步赋能：1、中交房地产集团入选国务院国企改革“双百企业”名单，管理全面对接市场化机制，推行职业经理人市场化招聘、任期制和契约化管理，深化企业管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的三项制度改革。2、中国交通建设集团地产平台众多，中交房地产集团也给出承诺：在 2021 年底前，采取现金收购、换股并购或其他可行的方式逐步启动下属其他涉及房地产开发业务的企业与中交地产的深度融合，以及协调绿城中国和中交地产之间实现差异化经营（来源：2019 年报）。中交地产发展方向预期更为明确。

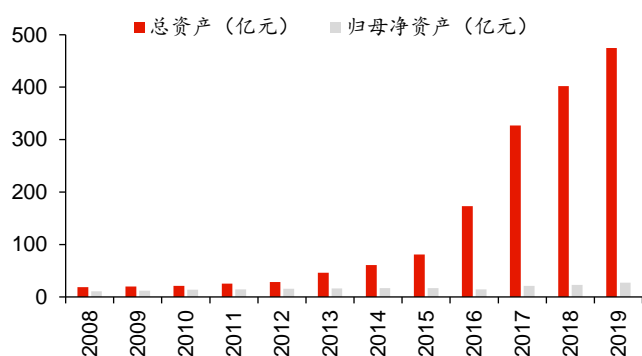
盈利预测和评级

公司为中国交通建设集团旗下唯一 A 股地产平台，有望受益于集团全产业链资源和融资扶持，且集团做强做大诉求较强。公司 2015 年以来拿地、销售齐发力，集中布局核心二线城市，土储质量较高；前绿城核心高管李永前上任加速市场化改革，公司有望迎来全面成长期。我们测算公司 RNAV 16.5 元，当前股价相比每股 RNAV 折价 50.6%。公司全口径销售金额和权益口径销售金额的市销率分别低至 0.15、0.23，均为主流上市房企低位。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.46、1.83、2.30 元。可比公司 2020 年平均 PE 5.8 倍，我们认为公司 2020 年合理 PE 估值 7-7.5 倍，目标价 10.22-10.95 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

中交地产：中国交通建设集团 A 股唯一地产平台

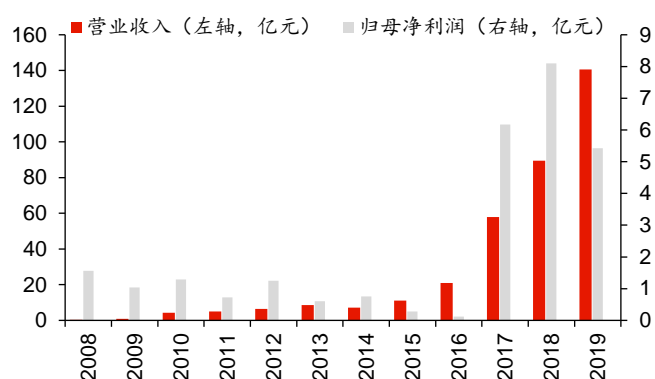
中交地产（原名中房地产股份有限公司），成立于 1993 年，原为中房集团（中国房地产开发集团有限公司）核心地产业务平台。中房集团为我国最早的房地产开发企业之一，1981 年成立之初即担负着推进房屋建设社会化和商品化的历史使命，为我国房地产业快速发展提供了诸多成功经验。2008 年 12 月公司借壳重庆实业登陆深交所，2010 年 8 月随中房集团整体并入中国交通建设集团。2015 年 7 月随中国交通建设集团旗下房地产业务整合，控股股东变更为中交房地产集团有限公司，2017 年 10 月更名为中交地产股份有限公司，为中国交通建设集团房地产板块 A 股唯一上市平台。截至 2019 年末公司总资产规模 474.9 亿元，2019 年全口径销售金额 293.9 亿元，位居克而瑞全国榜单第 88 位。

图表1：上市以来总资产和归母净资产



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：上市以来营业收入和归母净利润



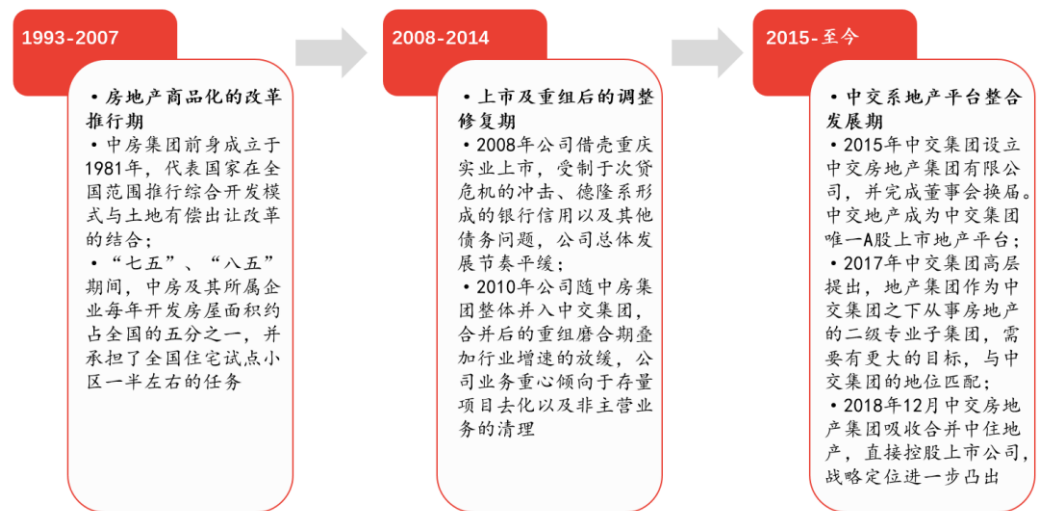
资料来源：Wind、华泰证券研究所

发展历程：随全国地产改革应运而生，重组开启全面市场化发展

1、1993-2007 年房地产商品化的改革推行期：作为中房集团的核心地产开发平台，自成立之初代表国家在全国范围推行综合开发模式与土地有偿出让改革的结合。中房集团官网显示集团“七五”、“八五”期间，中房及其所属企业每年开发房屋面积 1200-2100 万平方米左右，约占当时全国商品房开发面积的五分之一，并承担了全国住宅试点小区一半左右的任务。

2、2008-2014 年上市及重组后的调整修复期：2008 年公司借壳重庆实业上市，上市后受制于 08 年次贷危机的冲击、德隆系形成的银行信用以及其他债务问题，公司总体发展节奏平缓；2010 年公司随中房集团整体并入中国交通建设集团，中国交通建设集团通过中房集团全资子公司中住地产开发间接控股公司，集团旗下多个地产平台共存，合并后的重组磨合期叠加行业增速的放缓，公司业务重心倾向于存量项目去化以及非主营业务的清理。

3、2015 年至今中交系地产平台整合发展期：2015 年中国交通建设集团设立中交房地产集团有限公司，推进内部房地产板块整合，打造新的业务增长引擎，当年完成董事会换届。中交地产成为中国交通建设集团唯一 A 股上市地产平台。2018 年 12 月中交房地产集团吸收合并中住地产，直接控股上市公司，战略定位进一步凸出。2018 加速市场化机制的对接，2019 年前绿城核心高管李永前上任，有望开启新一轮高速增长。

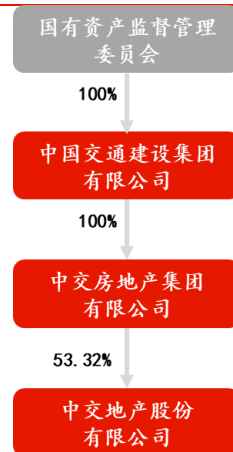
图表3： 中交地产发展历程

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

股权结构：背靠“五商中交”，承担核心地产职能

2008年借壳上市至2018年，公司第一大股东为中住地产开发有限公司，2018年中交房地产集团吸收合并中住地产之后成为第一大股东，2019年最新持股比例维持53.32%，实际控制人均为国务院国资委。

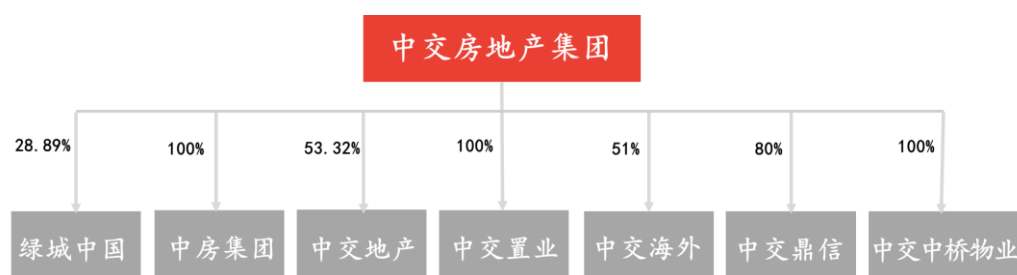
中国交通建设集团为16家以房地产为主业的央企之一，集团官网显示，“2019年世界500强位居第93位，国务院国资委经营业绩考核‘14连A’”。公司为中国交通建设集团旗下唯一A股地产上市平台，承担集团“五商中交”战略（全球知名工程承包商、城市综合体开发运营商、特色地产开发商，基础设施综合投资商、海洋重型装备与港口机械制造及系统集成总承包商）中地产核心职能。

图表4： 中交地产股权结构（2019年末）

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

中交房地产集团作为中国交通建设集团旗下地产集合平台，旗下拥有7个地产公司。除公司外同时持有绿城中国28.89%、中房集团100%、中交置业100%（2017年经营管理权委托给上市公司）、中交鼎信80%、中交海外51%、中交中桥物业100%股权。其中公司与绿城中国定位商品性房地产开发业务主平台，同时公司强调市场化与中交特色并举开拓业务，重点关注旧城改造开发市场、产业园区建设，协同中国交通建设集团主业进行特色联动地产开发。而中房集团侧重保障性政策性住房业务开发平台、资产经营和物业运营管理服务平台；中交海外定位海外地产业务平台；中交鼎信挖掘适应性基金运作模式，助推主业发展。

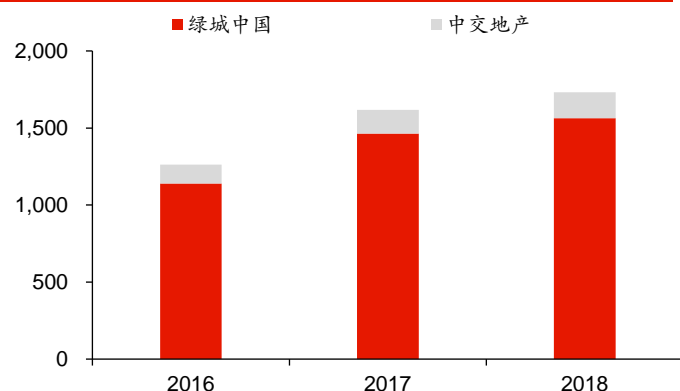
图表5：中交房地产集团旗下业务平台



资料来源：集团评级报告，华泰证券研究所

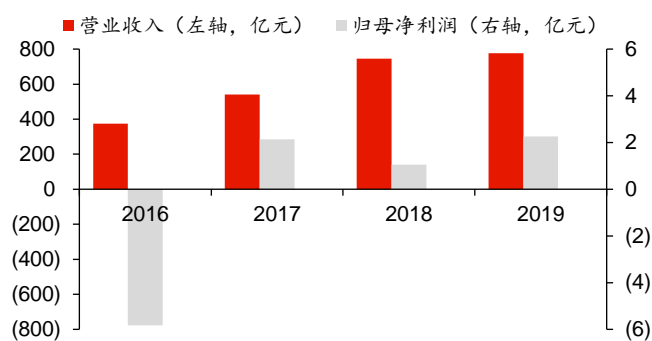
其中中交地产和绿城中国是中交房地产集团旗下最重要的 2 个地产平台。据中交房地产集团 2019 年第二期中票评级报告统计，2016-2018 年集团房地产业务签约销售金额（含代建）分别达到 1262、1618 和 1732 亿元，2018 年绿城中国和中交地产占比分别为 90.3%、9.7%。截至 2019 年 3 月 31 日，集团房地产业务未竣工土地储备总规模总计 4160 万平，绿城中国和中交地产占比分别为 71.0%、16.3%，其他平台合计占比 12.7%。

图表6：中交房地产集团 2016-2018 年签约销售金额（亿元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：中交房地产集团 2016-2019 营业收入及归母净利润



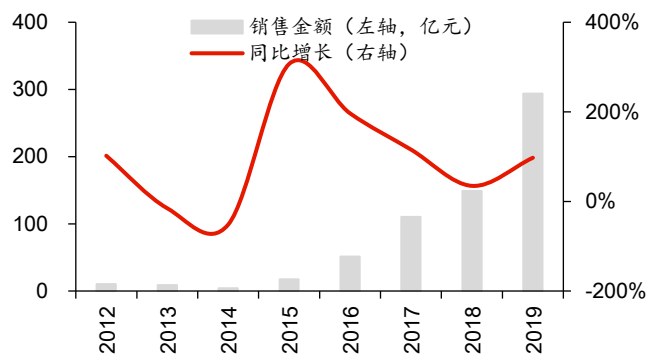
资料来源：Wind、华泰证券研究所

经营：2015 年起集团地产整合加速，土储和销售齐发力

销售：以中交房地产集团成立为标志迎来高速增长期

公司 2014 年以前拿地和销售规模都较小，但以 2015 年中交房地产集团成立为标志，集团内部地产板块整合加速，公司进入快速发展期，土地投资规模量级大幅提升，由此公司的销售金额也迎来高速增长。2014 年以前销售金额仅为 10 亿左右，而 2015 年开始快速增长，2019 年已达 293.9 亿（同比大幅增长 97.5%），2016-2019 年 CAGR 达 103%。其中，2019 年权益销售金额 192.3 亿，权益比例 65.4%。2019 年签约销售面积 188.5 万平，同比增长 52.8%，2016-2019 年 CAGR 达 72%，尽显黑马本色。

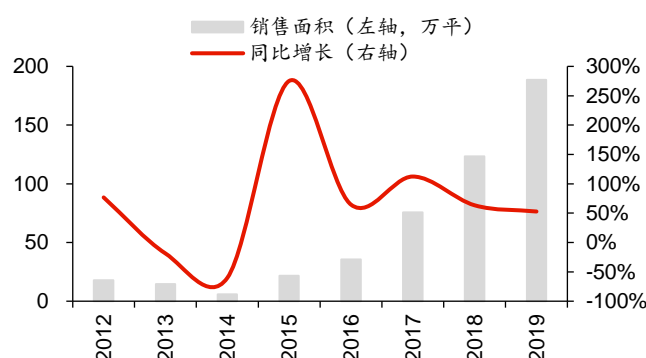
图表8： 2012-2019 签约销售金额及同比增速



注：2019 年销售金额为全口径，其余年份为并表口径

资料来源：Wind、华泰证券研究所

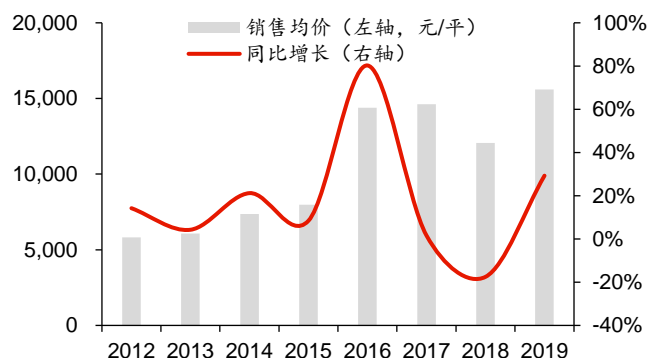
图表9： 2012-2019 签约销售面积及同比增速



注：2019 年销售面积为全口径，其余年份为并表口径

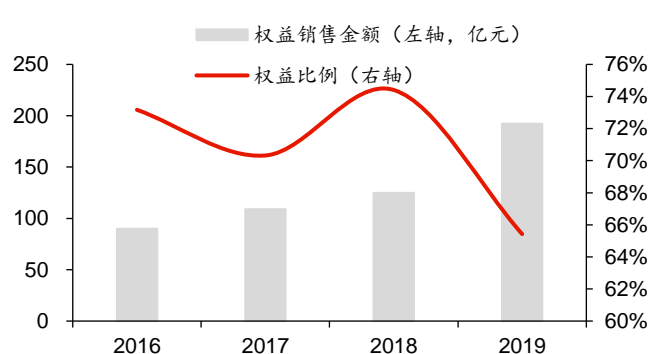
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10： 2012-2019 签约销售均价及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11： 2016-2019 权益销售金额及权益比例



资料来源：集团评级报告、Wind、华泰证券研究所

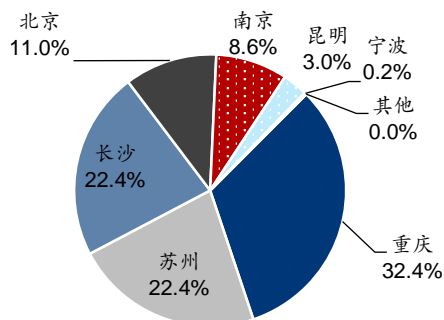
从销售区域分布来看，公司销售以一二线城市为主，2019 年主要项目销售金额中一线城市占比 11%，二线城市占比 89%。城市群结构来看，公司以长三角区域、成渝区域为主，2019 年五大城市群占比为成渝 32.4%、长三角 31.2%、长江中游 22.4%、环渤海 11.0%、珠三角 0.0%，其他地区占比 3.0%。前 5 大城市为重庆 32.4%、苏州 22.4%、长沙 22.4%、北京 11.0%、南京 8.6%，合计占比 96.8%。随着公司布局更多高能级城市，销售均价也持续提升，签约销售均价由 2015 年的 7982 元/平稳步提升至 2019 年的 15588 元/平。

图表12: 2011-2019 签约销售面积城市分布 (万平方米)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
长沙	8.92	8.56	12.03	2.92	7.40	16.24	2.94	18.95	22.61
重庆	1.16	9.26	2.46	1.18	3.85	11.59	22.73	29.94	24.90
苏州				1.66	8.71	14.24	14.38	0.59	13.25
天津					7.48	7.36	0.26	0.02	
大丰							3.03	0.65	0.00
昆明							2.84	23.35	2.02
南京							6.61	17.27	10.79
宁波							6.61	10.21	0.10
温州							6.42	0.08	0.01
武汉							2.27	2.83	0.00
宜兴							0.33	0.03	0.00
杭州								1.55	0.00
惠州								11.40	1.29
嘉兴								3.41	0.00
青岛								1.56	0.00
石家庄								1.30	0.00
北京									3.38

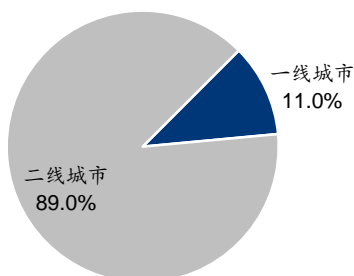
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 2019 各城市销售金额占比



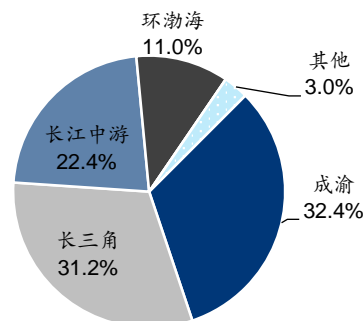
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 2019 各能级城市销售金额占比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 2019 各城市群销售金额占比

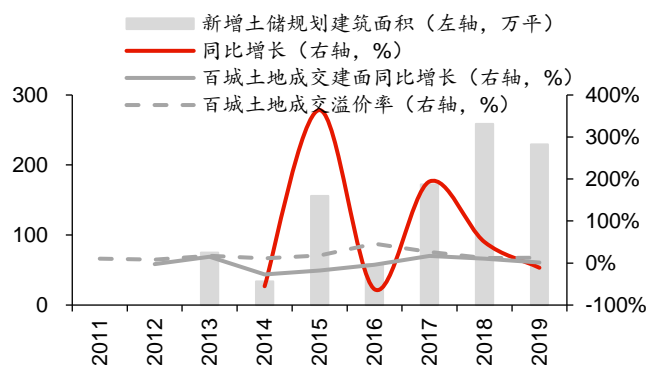


资料来源: Wind、华泰证券研究所

扩张: 近年大幅加大拿地力度, 战略布局五大城市群

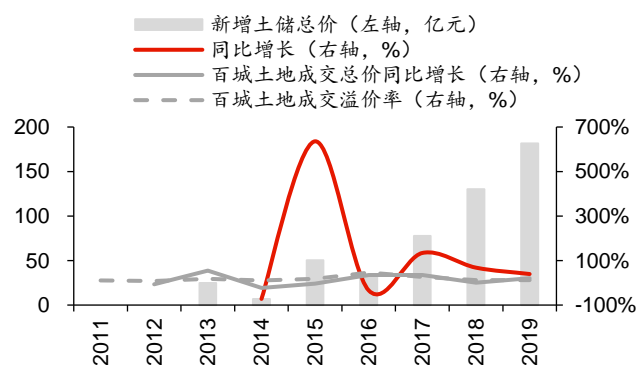
如前文所述, 公司以 2015 年为拐点大幅增加土储, 年均拿地金额从 2013-2014 的 15.9 亿提升至 2015-2019 年期间均值 94.5 亿, 2016-2019 年 CAGR 达 37.8%。同时, 展现出良好的投资节奏, 2015 年敏锐把握市场拐点扩储 50.3 亿, 2015-2019 期间百城土地成交溢价率最高的 2016 年 (46%), 公司新增土地投资 33.1 亿元, 为期间最低值。2017-2019 年拿地金额分别高达 77.5、130.3、181.6 亿元, 保持持续快速扩张节奏。

图表16: 2013-2019 新增土储面积与百城成交建面



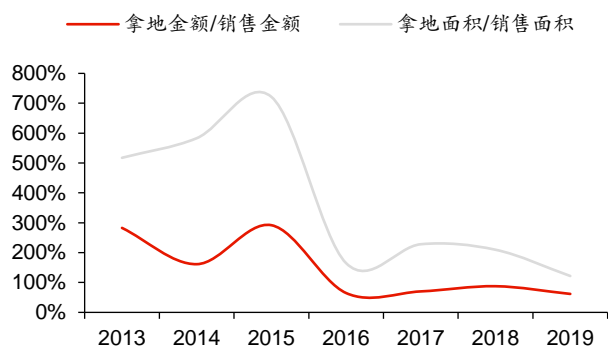
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 2013-2019 新增土储总价与百城成交总价



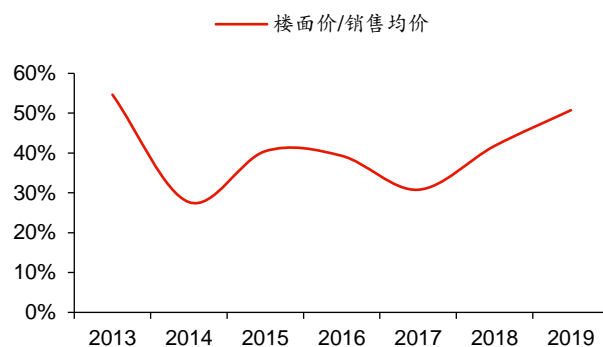
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表18: 2013-2019 拿地与销售对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表19: 2013-2019 楼面价与销售均价比值

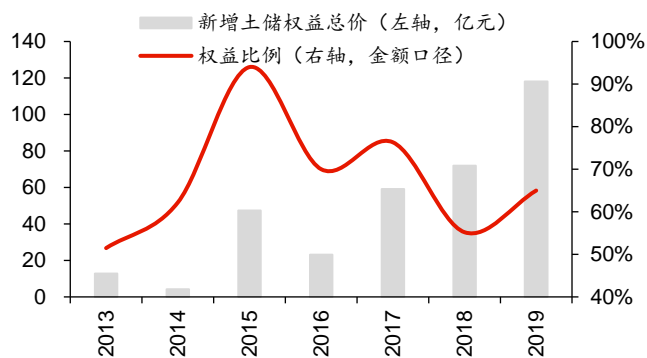


资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司投资策略坚持城市深耕和战略布局两个方面,其中深耕城市指具备快周转的规模扩张潜力,区域战略布局以五大城市群为主,战略性进入一线城市。公司业务布局城市数量由2015年的5个快速扩展至2019年的24个(根据2019拿地情况进行估算)。我们计算公司2017-2019年一二线城市新增土储建面占比分别为100%、100%、90%,2019年新增土储前三大城市为昆明、北京、厦门,成交总价占比分别为20.3%、18.8%、17.4%。

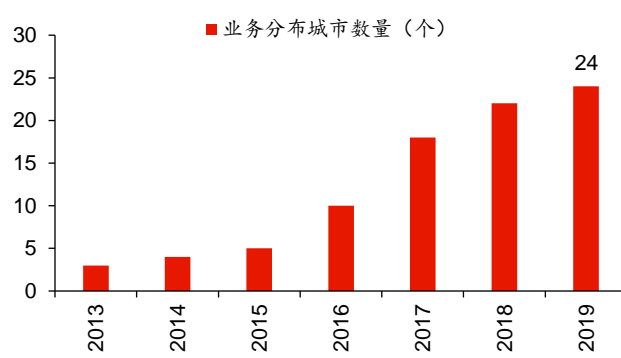
年报数据显示,城市布局能级持续上行带动楼面地价由2015年的3230元/平上升至2016-2018年4501-5656元/平的区间值,2019年大幅上升至7911元/平。在扩张的过程中,公司合作项目增多,权益比例有所下降,拿地权益比由2015年的94%回落至2018年的55%,但2019年开始又重新提升,回升至65%。

图表20: 新增土储权益金额及权益比例(金额口径)



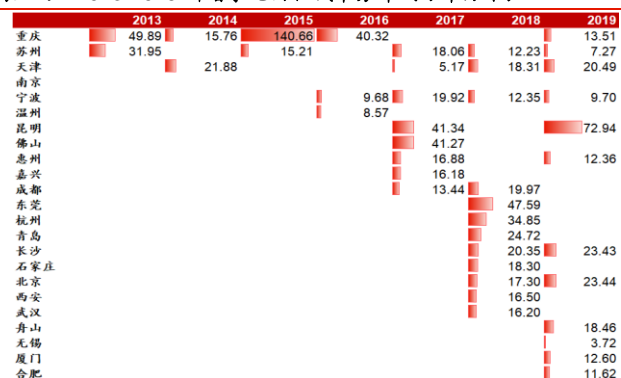
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表21: 2013-2019 业务布局城市数量



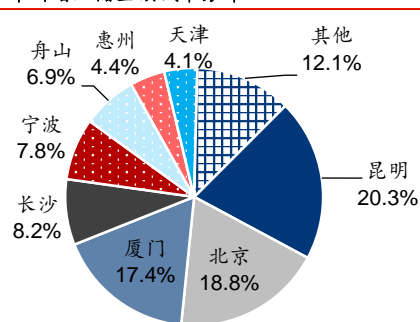
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表22: 2013-2019 新增拿地面积城市分布(万平方米)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表23: 2019年新增土储金额城市分布

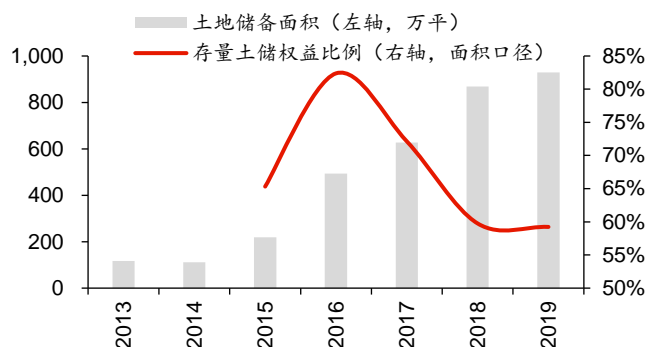


资料来源: Wind、华泰证券研究所

土储：土地储备满足 2.5 年开发需求，助推公司未来高速发展

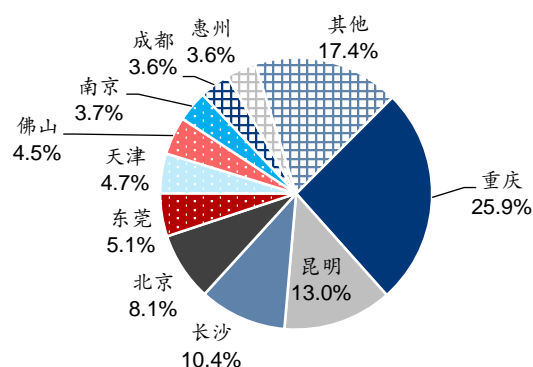
随着公司的积极扩张，公司未竣工项目建筑面积由 2015 年的 219 万平快速提升至 2019 年的 929 万平，其中 2019 年权益比例为 59%。2019 年公司未竣工土储中一线、二线和三四线占比分别为 8%、89%、3%，前 5 大城市分别为重庆 25.9%、昆明 13.0%、长沙 10.4%、北京 8.1%、东莞 5.1%、天津 4.7%。根据我们测算，公司 2019 年末未结算货值约为 1319 亿，权益货值约为 770 亿，扣除预收账款后在 30% 的销售金额复合增速假设下满足公司 2.5 年左右的开发销售需求。

图表24： 2013-2019 未竣工土储总量及权益比例



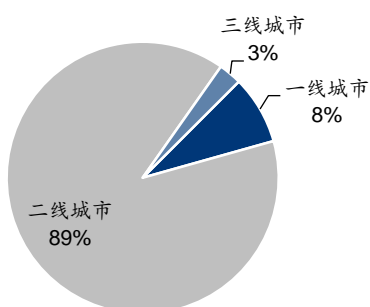
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表25： 2019 未竣工土储城市分布



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表26： 2019 未竣工土储城市能级分布



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表27： 2013-2019 未竣工土储分布（万平米）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
长沙	34.49	20.71	81.34	85.56	74.62	66.00	96.34
重庆	49.88	37.01	85.38	265.48	255.58	223.70	240.48
苏州	31.95	31.59	31.59	38.56	39.07	76.33	27.25
天津		21.88	20.50	20.45	25.62	33.81	43.82
南京				61.58	61.29	61.29	34.16
宁波				13.17	33.09	39.39	13.17
温州				8.57	8.57	8.57	0.00
昆明				41.34	84.32	120.43	
佛山				41.27	41.85	41.85	
惠州				16.88	16.88	33.32	
嘉兴				16.18	16.18	0.00	
成都				13.44	33.40	33.40	
武汉					16.20	16.15	
北京					51.33	75.63	
东莞					47.59	47.59	
杭州					34.85	26.73	
西安					16.50	16.50	
青岛					0.14	0.00	
舟山							25.39
无锡							5.62
合肥							11.62
厦门							18.81

资料来源：Wind、华泰证券研究所

财务：业绩具备弹性，央企背景构筑融资优势 已售未结储备充裕，构筑未来业绩弹性

随着销售的快速成长，公司销售、管理费用率逐步向市场平均水平回归，由 2015 年 11.3% 的高点回落至 2019 年的 5.3%，低于 2019 年龙头房企的 7.3%。同时公司业绩弹性也逐步释放，2016-2018 年营收和归母净利 CAGR 分别达到 100.4% 和 205.4%，2019 年继续保持快速提升趋势，结转规模同比增长 57.8%，营收同比增长 57.2% 至 140.6 亿元。

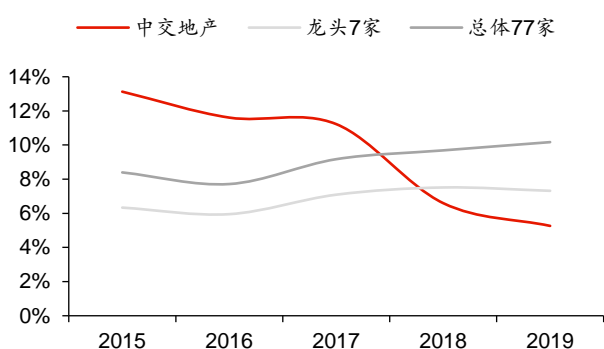
但由于结转结构、利息资本化率降低、少数股东损益分流以及资产减值（4.2 亿）的共同影响，公司 2019 年净利润规模有所回落，归母净利同比减少 33.0% 至 5.4 亿元，我们认为随着优质货值的销售兑现，以及 2020 年流动性改善带来的价格支撑，未来公司业绩增速有望重回增长轨道。

图表28： 对比分析涉及分类房企标的池

房企分类	房企
龙头房企 7 家	万科 A、招商蛇口、保利地产、金地集团、绿地控股、华夏幸福、新城控股
中型房企 34 家	泛海控股、华侨城 A、中天金融、金科股份、阳光城、泰禾集团、福星股份、中南建设、银亿股份、荣盛发展、合肥城建、滨江集团、新湖中宝、北京城建、华发股份、首开股份、迪马股份、浦东金桥、城投控股、陆家嘴、世茂股份、张江高科、北辰实业、中华企业、大悦城、蓝光发展、世茂股份、广宇发展、光明地产、信达地产、荣安地产、北辰实业、迪马股份、世联行
小型房企 36 家	招商积余、顺发恒业、美好置业、中国武夷、世荣兆业、广宇集团、南国置业、冠城大通、香江控股、格力地产、鲁商置业、云南城投、万通地产、宁波富达、苏州高新、京能置业、大名城、上实发展、市北高新、光大嘉宝、中洲控股、天房发展、皇庭国际、中交地产、电子城、华远地产、福星股份、深振业 A、华联控股、香江控股、天健集团、宋都股份、凤凰股份、合肥城建、天地源、西藏城投

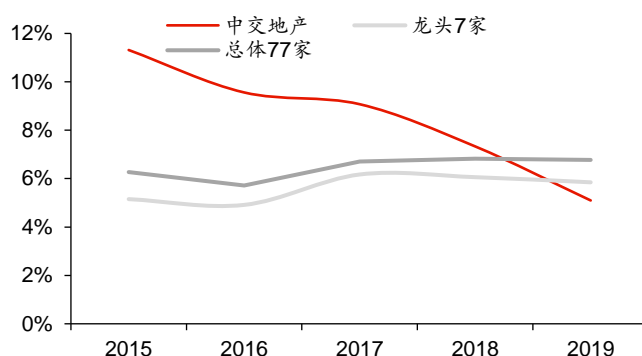
资料来源：华泰证券研究所

图表29： 公司期间费用率与行业对比



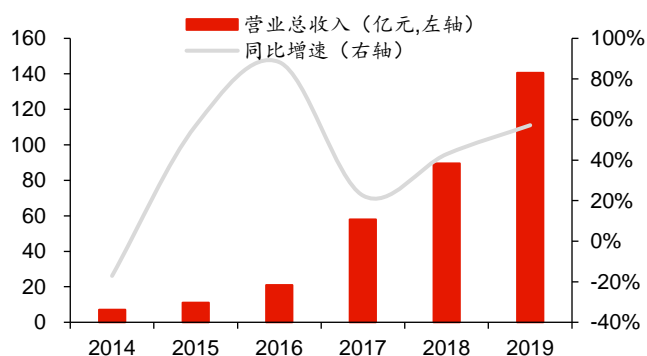
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表30： 公司销售、管理费用率与行业对比



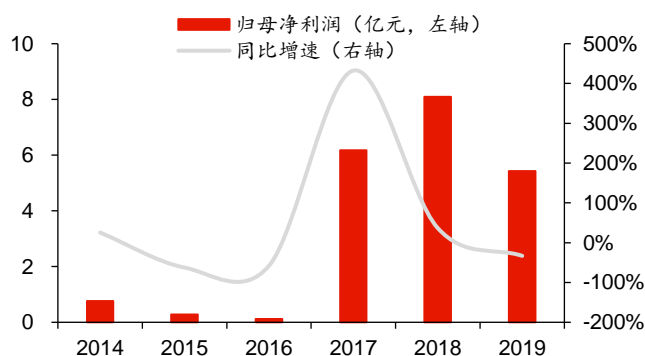
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表31： 公司营业收入及同比增速



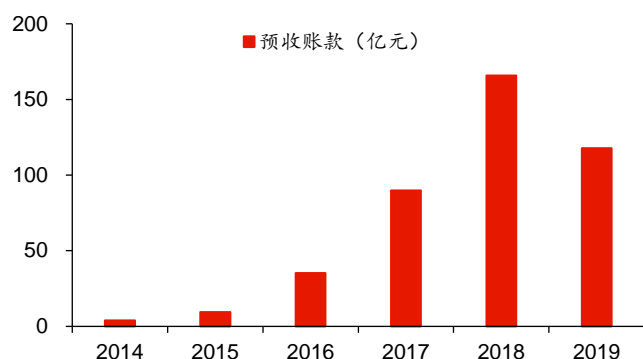
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表32： 公司归母净利润及同比增速



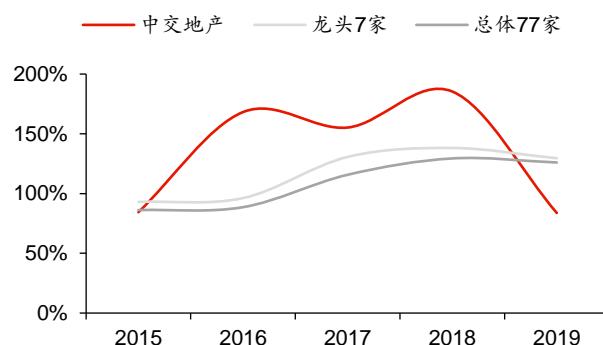
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33: 公司预收账款规模



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表34: 公司预收账款规模及对营收的覆盖率与行业对比

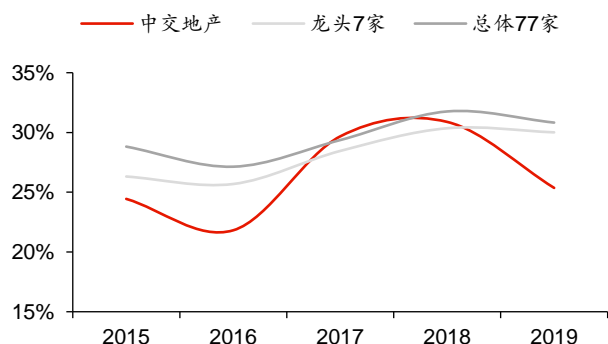


资料来源: Wind、华泰证券研究所

利润率持续回升, ROE 维持历史高位

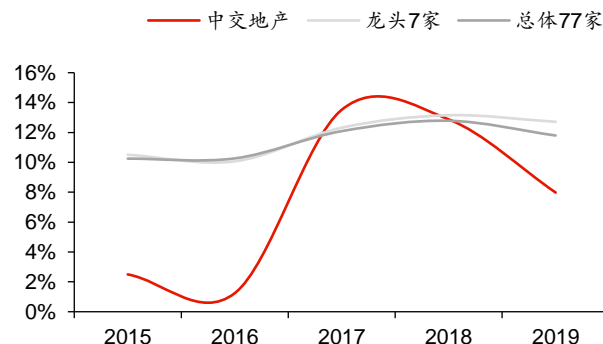
随着 2015 年以来二线城市优质资源进入结算周期, 公司利润率持续改善, 毛利率从 2015-2016 年的低位提升至 2017-2018 年的 30% 左右, 净利率回升至 2017-2018 年的 13% 左右, 背后也体现了公司毛利率改善、费用率管控、投资收益贡献提升共同作用的结果。2018 年公司加权平均 ROE 提升至 26.6%, 创下上市以来新高, 超越行业和龙头房企平均水平。2019 年结转结构和计提减值拖累短期毛利率、净利率表现, 分别回落至 25.4% 和 8.0%, 但 21.7% 的加权平均 ROE 依然维持 2015 年以来高位水平, 显著高于行业平均水平。

图表35: 公司毛利率与行业对比



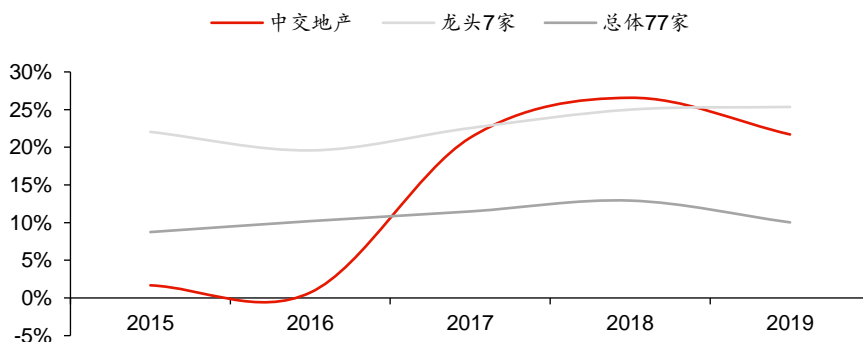
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表36: 公司净利率与行业对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表37: 公司加权平均 ROE 与行业对比

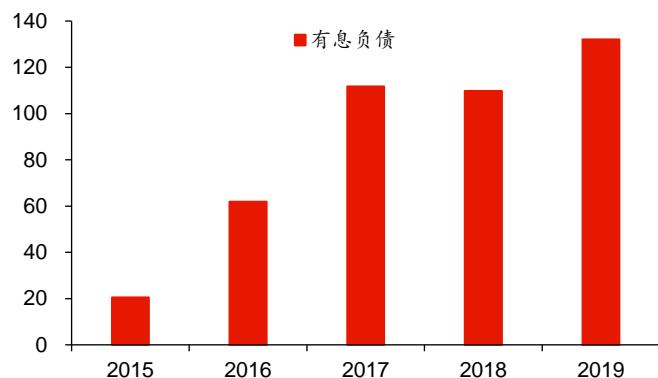


资料来源: Wind、华泰证券研究所

快速成长下负债率维持高位，央企背景构筑融资优势

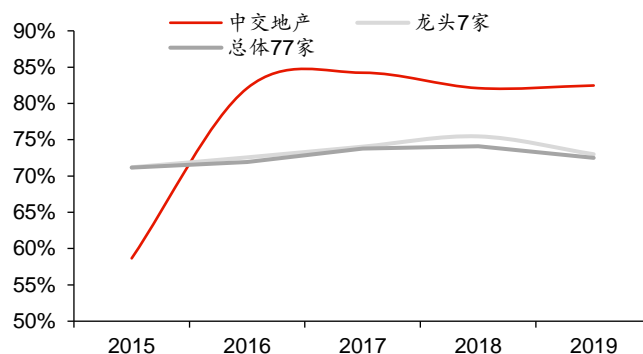
伴随公司快速的扩张,2015 年以来公司有息负债规模由 20.5 亿快速攀升至 2019 的 132.1 亿,同期扣除预收账款的资产负债率和净负债率分别由 58.7%、46.85%提升至 82.5%和 84.9%。但从净负债率角度,从 2016 年以来保持持续改善,2019 年净负债率相比 2016-2017 年 164.4%-168.8%的历史高点明显回落,已经回落至行业平均水平,我们认为相对于公司的规模而言,在成长期维持较高的负债率符合当前公司的战略。

图表38: 公司有息负债规模(亿元)



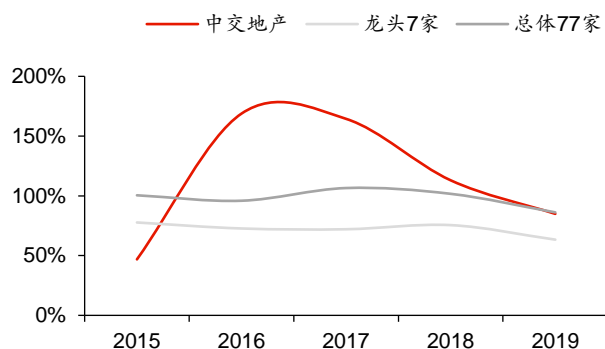
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表39: 扣除预收款的资产负债率及行业对比



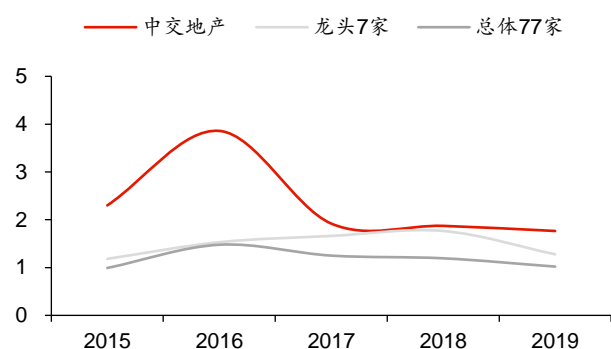
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表40: 公司净负债率与行业对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

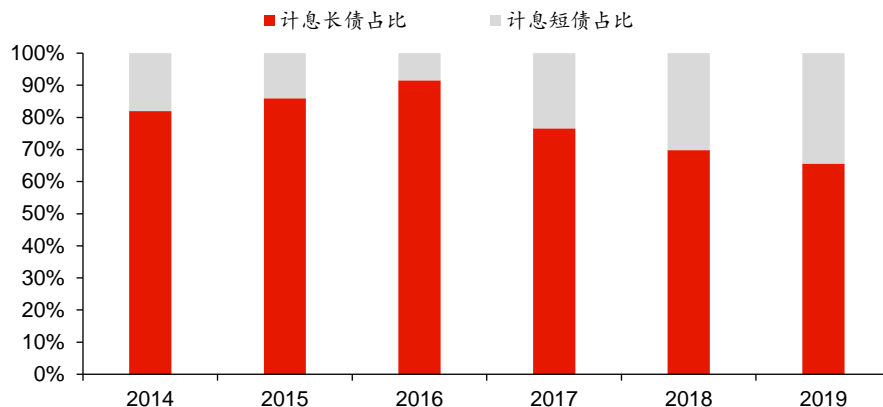
图表41: 货币资金对短期有息负债的覆盖率及行业对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司财务结构整体相对健康,货币资金对短期有息负债的覆盖率长期保持在 1.7 以上,2019 年末高达 1.8,远超行业平均水平。有息负债以长期负债为主,2019 长债占比 65.6%。从融资渠道来看,2019 年末融资余额中占比较高的途径为银行贷款(占比 39.2%)、关联方借款(占比 31.7%)、公司债(公开发行 5.5%、非公开发行 7.9%,合计 13.4%)、其他融资(占比 6.5%)等等,其中关联方借款占比相比 2018 年大幅提升了 10.1 个百分点。2019 年 6 月“联合评级”上调公司主体评级至 AA+, 央企背景叠加规模扩张提速,公司融资优势有望持续显现。

图表42： 公司长短期有息债务结构



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表43： 2019 各渠道融资数据

融资途径	融资余额 (亿元)	余额占比	期限 (年)	成本区间
银行贷款	83.8	39.2%	1.62-15	4.75%-6.32%
非公开发行公司债	17.0	7.9%	3	4.28%-4.87%
公开发行公司债	11.7	5.5%	5	3.69%-4.22%
关联方借款	67.9	31.7%	0.1-5	0.00%-9.98%
融资租赁借款	11.6	5.4%	3	7.01%-7.70%
信托融资	8.0	3.7%	2	8.80%
其他	13.9	6.5%	0.92-2	8.00%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表44： 公司公开市场债券发行

债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	特殊期限	票面利率(%)	债券类型
19 中交债	2019-08-21	10.0	3.0		4.28	私募债
19 中交 01	2019-02-19	7.0	3.0		4.87	私募债
16 中房 02	2016-09-13	10.0	3.0		3.94	私募债
16 中房债	2016-07-05	4.7	5.0		3.69	一般公司债
16 中房私	2016-03-11	10.0	3.0	2+1	4.00	私募债
15 中房债	2015-08-11	7.0	5.0		4.22	一般公司债

资料来源：Wind、华泰证券研究所

管理：集团助推跨越式发展，平台换帅注入新活力

集团全力推动地产平台跨越式发展

作为 16 家国务院批准以房地产为主业的央企之一，中国交通建设集团的地产规模还是相对较小，而公司作为集团旗下 A 股唯一地产平台，也将承担“五商中交”中的核心职能，集团做强做大诉求较强，因此近年来对地产业务也提出了更高的目标。2017 年中国交通建设股份有限公司副总裁宋海良提出要求，“地产集团作为中国交通建设集团之下从事房地产的二级专业子集团，不应该止步于前，需要有更大的目标，与中国交通建设集团的地位匹配，做到前三、前两名”。

2020 年 3 月 2 日，中国交通建设集团党委常委、总会计师，中交房地产集团董事长彭碧宏在调研座谈会中提出“一是要紧紧把握土地市场的窗口期，进一步扩大土地储量；二是要加快重点区域布局的步伐；三是要进一步提高运营管理水平，加快周转效率，做好成本管控。着力做好团队短、中长期激励，抓住‘双百行动’改革契机，完善短、中长期激励机制。”彭碧宏董事长还就中交房地产集团请求中国交通建设集团给予支持的事项进行了指导和安排，特别对注册资本金增加、担保授信、评估备案、工资总额、资金支持、中房集团遗留问题处理、完善公司治理等问题予以了积极回应，表示将全力推动中国交通建设集团支持中交房地产集团快速实现跨越式发展。

图表45：中交房地产集团董事长调研座谈会



资料来源：中交房地产集团官网、华泰证券研究所

图表46：中交房地产集团 2020 年经营业绩责任书签约仪式



注：中交房地产集团党委书记（法定代表人）李永前代表中交房地产集团与平台公司授权代表签署 2020 年经营业绩责任书

资料来源：中交房地产集团官网、华泰证券研究所

新帅李永前领航开启新时代

2019 年 7 月 22 日，李永前获全票通过履新中交地产总裁，2019 年 12 月 31 日又任职中交地产董事长，中交房地产集团党委书记、法定代表人。李永前 2014 年任中国交通建设集团房地产业部副总经理；2015-2019 年先后任中交房地产集团董事，绿城中国执行董事、执行总裁，绿城房地产集团董事、执行总经理等。作为早年中国交通建设集团派驻到绿城的第一批高管，我们认为李永前的上任有望进一步复制绿城作为中国标杆房企的管理经验和运营思路，助推中交地产快速发展。

图表47：2015 年以来重要高管变动

变更日期

2019/12/31
2019/7/22
2018/12/17
2018/9/10
2018/5/21
2017/12/28

变更事项

赵晖卸任中交地产董事长，李永前接任
耿忠强卸任中交地产总裁，李永前接任
蒋灿明卸任中交地产董事长，赵晖接任
孙国强卸任中交地产董事长，赵晖接任
杨剑平卸任中交地产总裁，耿忠强接任
吴文德卸任中交地产董事长，蒋灿明接任

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表48：李永前工作经历

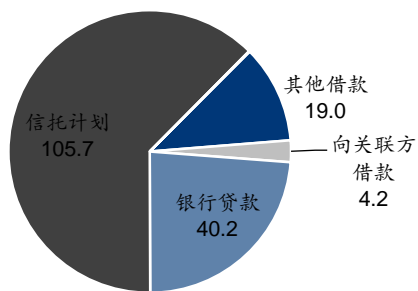
任职日期	职务
2019/12 至今	中交地产股份有限公司董事长
2019/07 至今	中交房地产集团有限公司董事，临时党委委员，中交地产股份有限公司临时党委委员，临时党委书记，总裁
2018/08-2019/07	绿城中国控股有限公司执行董事，执行总裁
2016/07-2018/08	中交房地产集团有限公司董事，绿城中国控股有限公司执行董事，执行总裁
2016/01-2016/07	中交房地产集团有限公司董事，绿城中国控股有限公司执行董事，绿城房地产集团有限公司董事，执行总经理
2015/04-2016/01	中交房地产集团有限公司董事，绿城房地产集团有限公司董事，执行总经理
2014/01-2015/04	中国交通建设集团有限公司房地产业务部副总经理

资料来源：Wind、华泰证券研究所

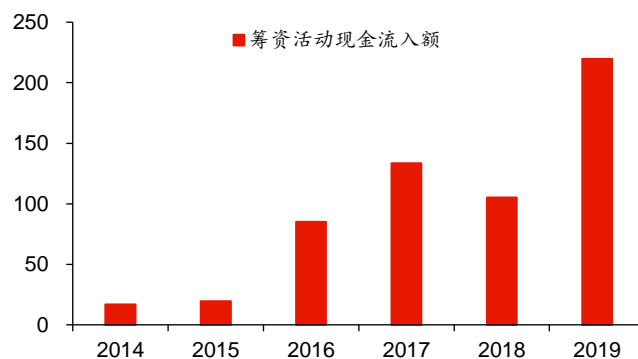
李永前上任之后或将开启全面改革，1、组织架构推翻“总部—城市”两级架构，重启“总部—区域—城市”三级架构，外引职业经理人和市场化人才；2、对标绿城中国，实行轻重资产并举开发的经营模式，启动“5+1”战略部署，东部、西部、南部、北部、中部等五大战略区域以重资产开发为主，联合置业则以轻资产代建开发为主；3、2020 年 1 月 20 日，中交房地产集团举行了平台公司 2020 年经营业绩责任书签约仪式，并且提出“坚持高目标导向，深入推进‘五五战略’，加快改革发展进程”。

李永前上任以来，公司在融资和拿地层面呈现更为积极的表现：

融资层面，2020 年 1 月 1 日公司董事会审议通过《关于 2020 年度融资计划的议案》，2020 年度计划融资额度为 307.73 亿元，年利率不超过 10%。计划融资额度为 2019 全年筹资活动现金流入额的 1.4 倍，为 2018 全年的 2.9 倍。截至 5 月末，公司 2020 年累计新增借款 169.0 亿元，其中信托新增 105.7 亿、银行贷款新增 40.2 亿、关联方借款及其他借款等新增 23.1 亿，充分把握了流动性宽松的窗口期，为全年投资强度的延续埋下伏笔。拿地层面，2020 年初以来公司积极把握核心城市优质地块集中出让的窗口期，据克而瑞统计，中交地产 1-5 月新增货值 415 亿，位居全国第 23 名。

图表49：2020 年 1-5 月新增融资（亿元）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表50：公司筹资活动现金流入额

资料来源：Wind、华泰证券研究所

改革经营趋于市场化

公司近年来管理全面对接市场化机制，主要包括：1、完善组织管理、流程指引，建立大运营体系；2、制定责任目标，上报专业数据等；3、进行产品品类划分，完成了“中央公馆、中央公园、美庐、雅郡、香颂、和风小镇”六大产品系统梳理工作，搭建设计标准化等；4、2018 年开始披露项目跟投情况，截至 2019，公司跟投项目高达 16 个，占在建待建项目的 41%。在多方合力的改善之下，经营进一步趋于市场化。

此外，2018 年 8 月国务院国有资产监督管理委员会下发的《关于印发<国企改革“双百行动”工作方案>的通知》显示，中交房地产集团有限公司已被纳入在 2018-2020 年期间实施国企改革“双百行动”的百余户中央企业子企业名录。2018 年 11 月 20 日中国交通建设集团称，选择中交房地产作为集团全面深化改革的试点单位，推行职业经理人市场化招聘、任期制和契约化管理，深化企业管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的三项制度改革。

图表51： 2019 跟投项目表

地区	项目名称	跟投金额（万元）	跟投占权益比例	跟投占资金峰值比例	退出情况
嘉兴	中交·四季美庐	700	10.00%	10.00%	未退出
佛山	中雅江湾豪园	500	2.63%	2.63%	未退出
	中雅江湾豪庭	500	2.63%	2.63%	未退出
昆明	中交·锦绣雅郡	800	8.00%	8.00%	未退出
	中交碧桂园·映象美庐	100	1.00%	1.00%	未退出
苏州	常熟及第阁	350	2.33%	2.33%	未退出
	运东 037 号地块	40	0.20%	0.20%	未退出
长沙	金地·中交麓谷香颂	98	0.49%	0.49%	未退出
	长沙县 011 号宗地	20	0.10%	0.10%	未退出
武汉	中交·香颂	80	2.00%	2.00%	未退出
宁波	中交·雅郡	38	0.75%	0.75%	未退出
	宁波美庐项目	60	0.20%	0.20%	未退出
北京	中交富力·樾熙府	20	0.20%	0.20%	未退出
无锡	宜地(2019)11 号地块	120	1.00%	1.00%	未退出
东莞	万科四季华城	0.4	0.40%	0.40%	未退出
	万科首铸翡翠东望	0.75	0.75%	0.75%	未退出

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

集团土地资源丰富，未来具备整合预期

截至2019年3月31日，中交房地产集团地产业务未竣工土地储备总规模总计4160万平，除绿城中国和中交地产之外，其他资源主要位于中交置业和中交海外地产。其中中交置业土地储备104.5万平，在建项目建面514万平，主要位于天津、西安、哈尔滨、呼和浩特等；中交海外地产项目建面11.7万平，主要为马来西亚吉隆坡TRX项目。

中交地产集团旗下中交置业当前中国交通建设集团旗下地产业务平台较多，对此集团也给出了解决同业竞争的承诺和措施。2018年报显示，中交地产集团2018年10月22日承诺：“继续深入推进国有企业改革，落实国企改革‘双百行动’部署，并以此为契机，在2021年底前，采取现金收购、换股并购或其他可行的方式逐步启动下属其他涉及房地产开发业务的企业与中交地产的深度融合”。

此外，“在完成旗下房地产业务整合前，本公司将协调绿城中国和中交地产之间实现差异化经营：绿城中国主营高端物业产品形态，中交地产主营刚需型产品；绿城中国和中交地产不参与同一地块竞拍，对于共同关注的商业机会考虑组成联合体的形式；对于现有同城经营的项目，统筹安排竣工时间和开盘计划，避免形成竞品。”未来集团优质资源的整合步伐有望提速，为上市平台的改革发展进一步赋能。

图表52：中交置业主要在建项目（截至2019Q1）

项目名称	所在地区	开发主体	开发模式	项目类别	总建筑面积	开工时间	项目总投资	项目已投资	项目投资进度 (已投资额/总投资额)
宜兴·阳羡美庐	宜兴	中交地产宜兴有限公司	合作开发	住宅、商业	43.86	2014/08	52.77	19.03	36.06%
呼市·上东国际	呼和浩特	中交地产（呼和浩特）有限公司	自主开发	住宅、商业	23.05	2014/11	15.85	15.27	96.34%
盘锦·凯旋城	盘锦	盘锦中房京昊房地产开发有限公司	合作开发	住宅、商业	28.84	2011/07	14.81	12.15	76.03%
巴中·王府景	巴中	中交（巴中）投资发展有限公司（合并）	自主开发	住宅、商业	91.69	2013/05	41.25	32.21	78.08%
天津·上东湾	天津	中交地产（天津）有限公司	合作开发	住宅	36.16	2013/10	30.99	16.55	53.40%
天津·C谷	天津	天津港湾置业有限公司	合作开发	商业	12.29	2014/01	11.09	9.23	83.22%
如皋·美庐城	如皋	江苏山姆置业有限公司	合作开发	住宅、商业	54.41	2015/08	35.47	18.32	64.35%
即墨·中央公元	即墨	中交（青岛）城镇化建设投资有限公司	合作开发	住宅、商业	162.61	2015.01	101.93	60.07	58.93%
哈尔滨·香颂	哈尔滨	哈尔滨南兴房地产开发有限公司	合作开发	商业	21.28	2015/05	18.34	17.13	93.40%
西安·长盈天地	西安	西安中交金尧房地产开发有限公司	自主开发	住宅、商业	77.62	2013/12	58.86	20.45	34.74%
合计					551.81		381.36	220.41	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资建议：小身材大梦想，首次覆盖给予“买入”评级

RNAV 折价 50.6%

截至 2019 年末公司未结算面积 929 万平，权益面积 551 万平，据我们测算公司可结算货值约 1319 亿，权益货值约 770 亿。2019 年各融资途径的成本区间在 4-10%之间，我们 WACC 取均值 7%。我们测算公司当前股价相比每股 RNAV 折价 50.6%。

图表53： 公司 RNAV 估值

WACC	7.00%
房地产项目净权益增加值（百万元）	6,068.7
2019 年末归母净资产（百万元）	2,734.6
NAV（百万元）	8,803.3
股本（百万股）	534.9
每股 RNAV（元）	16.5
当前股价（元）	8.13
相对 RNAV 折价	50.6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

核心假设：

（1）房地产开发：2019 年末公司土地储备可结算货值约 1319 亿元。考虑到公司项目结转周期 3 年左右，假设 2020-2022 年的收入全部由当前项目来贡献，且 3 年结转完毕。参考 NAV 估值中项目结转节奏，预计 2020-2022 年表内结转总货值 672 亿元，对应 2020-2022 年房地产开发收入分别为 171、220 和 281 亿元。公司土储集中位于核心一二线城市，未来结算毛利率有望小幅反弹，预测 2020-2022 年毛利率分别达到 25.5%、25.8%、25.8%。

（2）租赁、物管等其他业务：2017-2019 年公司租赁、物管等其他业务营收占比最高不超过 4%，考虑基数较低、2017 年 BT 项目不可持续（2017 年贡献收入 6837 万）、部分物管业务同开发业务保持较高相关性，保守假设 2020-2022 年营收增速低于 2017-2019 年复合增速的 31%（剔除 BT 项目），达到 10%。鉴于租赁、物管等业务成本结构较为稳定，假设 2020-2022 年毛利率维持 2018-2019 年均值 65.4%。

图表54： 盈利预测关键假设表（百万）

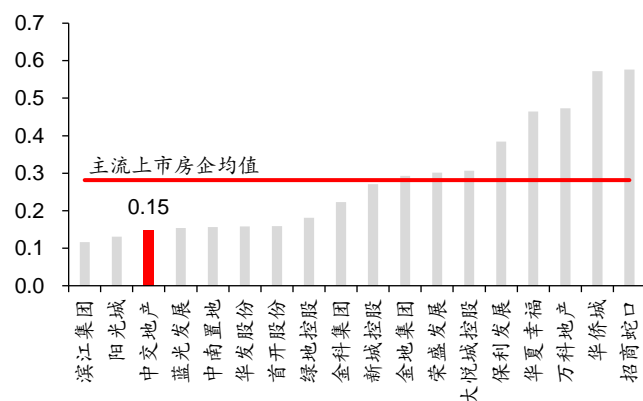
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5793.57	8947.57	14063.27	17226.53	22111.80	28255.15
yoy	176.67%	54.44%	57.17%	22.49%	28.36%	27.78%
地产业务	5562.60	8837.27	13943.92	17095.25	21967.39	28096.29
yoy	172.47%	58.87%	57.79%	22.60%	28.50%	27.90%
租赁、物管等其他业务	230.97	110.30	119.35	131.29	144.41	158.85
yoy	339.86%	-52.24%	8.20%	10.00%	10.00%	10.00%
综合毛利率	29.67%	30.88%	19.65%	25.80%	26.06%	26.02%
地产业务	27.50%	30.47%	25.01%	25.50%	25.80%	25.80%
租赁、物管等其他业务	82.02%	64.07%	66.73%	65.40%	65.40%	65.40%
销售费用率	4.55%	3.33%	2.46%	3.10%	2.93%	2.91%
管理费用率	4.79%	4.00%	2.63%	3.45%	3.27%	3.22%
财务费用率	1.00%	-0.73%	0.17%	1.68%	1.63%	1.63%
归母净利	592.47	809.87	542.50	780.22	981.30	1228.66
yoy	411.19%	36.69%	-33.01%	43.82%	25.77%	25.21%
EPS（元）	1.99	1.82	1.01	1.46	1.83	2.30

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司为中国交通建设集团旗下唯一 A 股地产平台，有望受益于集团全产业链资源和融资扶持，且集团做强做大诉求较强。公司 2015 年以来拿地、销售齐发力，集中布局核心二线城市，土储质量较高；前绿城核心高管李永前上任加速市场化改革，公司有望迎来全面成长期。

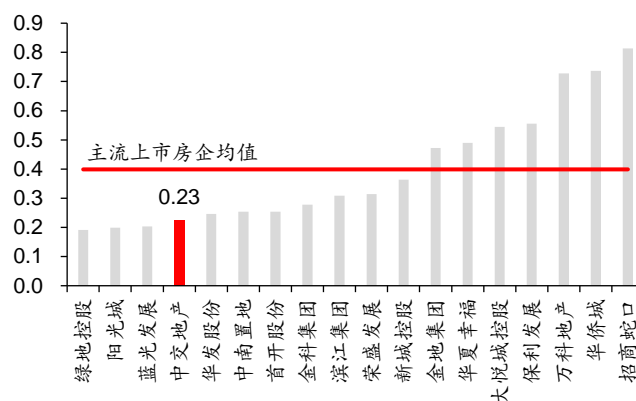
我们测算公司当前股价相比每股 RNAV 折价 50.6%。公司全口径销售金额和权益口径销售金额的市销率分别低至 0.15、0.23，均为主流上市房企低位。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.46、1.83、2.30 元。可比公司 2020 年平均 PE 5.8 倍，考虑到销售、拿地高增长预期，我们认为公司 2020 年合理 PE 估值 7-7.5 倍，目标价 10.22-10.95 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表55：主流上市房企市销率对比（全口径销售）



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表56：主流上市房企市销率对比（权益口径销售）



注：除中交地产外，其余上市公司权益销售数据为克而瑞口径

资料来源：Wind，克而瑞，华泰证券研究所

图表57：可比公司估值（截至 2020 年 6 月 7 日）

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)					P/E			
			2018A	2019A	2020E	2021E	CAGR	2018A	2019A	2020E	2021E
城建发展	117	6.22	0.70	0.98	1.28	1.45	27.41%	8.89	6.35	4.87	4.30
招商蛇口	1,270	16.03	1.89	1.99	2.39	2.84	14.54%	8.48	8.06	6.70	5.64
大悦城	218	5.09	0.77	0.61	0.69	0.84	2.93%	6.61	8.34	7.42	6.06
华发股份	146	6.88	1.08	1.22	1.58	1.93	21.39%	6.37	5.64	4.36	3.56
平均								7.59	7.10	5.84	4.89

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

疫情发展不确定性：海外疫情蔓延、春运返程高峰到来、超级传播者出现的可能、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

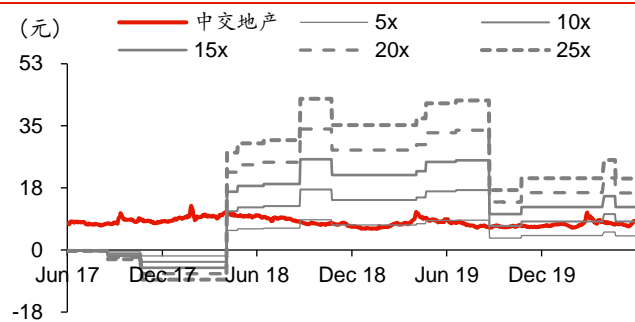
行业政策风险：宏观流动性政策的变化，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄以及疫情的冲击，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、新开工、投资增速低于我们的预测值。

经营风险：公司逆周期加杠杆加剧资金链压力，全面市场化改革效果不及预期。

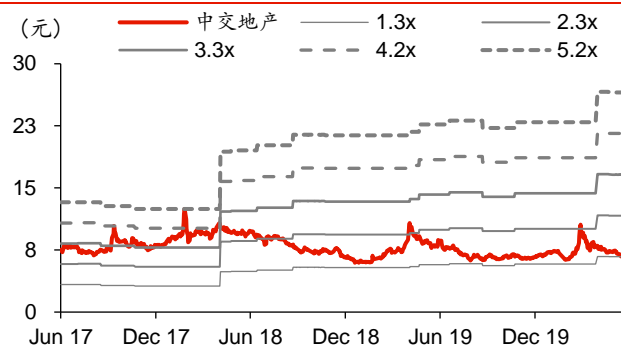
PE/PB - Bands

图表58: 中交地产历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表59: 中交地产历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37,421	44,576	68,240	85,174	106,434
现金	6,197	7,890	11,307	17,108	26,424
应收账款	89.23	22.00	70.68	93.41	105.74
其他应收账款	4,208	4,499	5,901	7,874	9,763
预付账款	989.18	850.79	1,219	1,657	2,006
存货	24,583	29,508	48,210	56,732	66,274
其他流动资产	1,355	1,806	1,532	1,709	1,861
非流动资产	2,808	2,917	2,872	3,625	4,459
长期投资	882.82	1,229	1,352	1,487	1,636
固定资产投资	57.52	62.94	512.34	1,067	1,694
无形资产	6.25	6.39	5.37	4.08	2.76
其他非流动资产	1,862	1,618	1,002	1,066	1,126
资产总计	40,230	47,492	71,112	88,798	110,892
流动负债	26,140	28,290	42,809	50,523	60,510
短期借款	0.00	0.00	3,609	3,480	3,895
应付账款	3,432	6,036	7,023	9,138	11,673
其他流动负债	22,708	22,253	32,177	37,905	44,942
非流动负债	9,860	12,941	20,385	28,440	38,070
长期借款	6,505	6,576	13,426	20,786	29,656
其他非流动负债	3,355	6,365	6,959	7,654	8,414
负债合计	35,999	41,231	63,194	78,963	98,580
少数股东权益	1,945	3,526	4,348	5,345	6,648
股本	445.79	534.95	534.95	534.95	534.95
资本公积	221.13	221.32	221.32	221.32	221.32
留存公积	1,618	2,034	2,814	3,734	4,908
归属母公司股东权益	2,285	2,735	3,571	4,491	5,664
负债和股东权益	40,230	47,492	71,112	88,798	110,892

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	5,796	(4,612)	(7,230)	(909.74)	750.76
净利润	1,152	1,122	1,602	1,978	2,532
折旧摊销	36.53	33.67	76.31	171.25	298.36
财务费用	(65.56)	23.39	288.60	360.75	461.76
投资损失	(139.71)	(43.62)	(58.89)	(129.55)	(132.14)
营运资金变动	4,813	(6,207)	(9,709)	(3,427)	(2,549)
其他经营现金	0.16	460.03	571.32	136.90	139.53
投资活动现金	(76.85)	(771.33)	(241.71)	(827.92)	(1,005)
资本支出	16.98	24.84	500.00	700.00	900.00
长期投资	613.59	1,112	152.53	167.78	184.56
其他投资现金	553.71	365.82	410.82	39.87	79.37
筹资活动现金	(4,700)	6,439	10,889	7,539	9,570
短期借款	(1,451)	0.00	3,609	(128.77)	415.00
长期借款	820.82	71.56	6,850	7,360	8,870
普通股增加	148.60	89.16	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,065)	0.19	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,153)	6,278	430.16	307.48	284.98
现金净增加额	1,020	1,056	3,417	5,801	9,316

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,948	14,063	17,227	22,112	28,255
营业成本	6,184	10,497	12,781	16,350	20,902
营业税金及附加	798.03	568.36	997.58	1,267	1,545
营业费用	298.30	346.46	534.40	647.41	821.83
管理费用	357.56	370.33	593.79	722.45	910.24
财务费用	(65.56)	23.39	288.60	360.75	461.76
资产减值损失	(16.95)	(421.71)	(221.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.71	43.62	58.89	129.55	132.14
营业利润	1,538	1,791	2,345	2,931	3,782
营业外收入	7.87	3.72	5.10	5.10	4.87
营业外支出	3.81	4.00	3.38	3.66	3.62
利润总额	1,542	1,791	2,347	2,933	3,784
所得税	389.76	668.79	745.07	954.19	1,252
净利润	1,152	1,122	1,602	1,978	2,532
少数股东损益	342.22	579.44	821.31	997.07	1,303
归属母公司净利润	809.87	542.50	780.22	981.30	1,229
EBITDA	1,509	1,848	2,710	3,463	4,543
EPS (元, 基本)	1.82	1.01	1.46	1.83	2.30

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	42.91	57.17	22.49	28.36	27.78
营业利润	47.11	16.47	30.93	25.00	29.04
归属母公司净利润	36.69	(33.01)	43.82	25.77	25.21
获利能力 (%)					
毛利率	30.88	25.36	25.80	26.06	26.02
净利率	9.05	3.86	4.53	4.44	4.35
ROE	35.44	19.84	21.85	21.85	21.69
ROIC	14.70	13.60	9.67	9.93	11.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	89.48	86.82	88.87	88.92	88.90
净负债比率 (%)	27.26	26.79	34.74	37.58	40.07
流动比率	1.43	1.58	1.59	1.69	1.76
速动比率	0.49	0.52	0.46	0.55	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.32	0.29	0.28	0.28
应收账款周转率	194.38	251.68	364.33	264.54	279.02
应付账款周转率	2.23	2.22	1.96	2.02	2.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.01	1.46	1.83	2.30
每股经营现金流(最新摊薄)	10.84	(8.62)	(13.52)	(1.70)	1.40
每股净资产(最新摊薄)	4.27	5.11	6.67	8.39	10.59
估值比率					
PE (倍)	5.37	8.02	5.57	4.43	3.54
PB (倍)	1.90	1.59	1.22	0.97	0.77
EV_EBITDA (倍)	7.38	6.02	4.11	3.21	2.45

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师陈慎、刘璐、韩笑本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司