

【广发地产&海外】融创中国 (01918.HK)

去杠杆同时稳增长，实控人增持显信心

核心观点:

- **多月创新高全年表现亮眼，大盘续销依然强劲。**2020年融创实现全口径销售金额 5753 亿元，同比增长 3.4%，对应销售面积 4102 万方，同比增长 7.1%，销售均价 14024 元/平，同比下降 3.5%。上半年由于北方项目比例较高，公司推盘速度受疫情影响较大。疫情之后，8月至11月公司周转提速，连续3个月销售规模超过700亿，体现出极强的规模增长爆发力。预计21年公司规模增速将重回2位数增长。
- **土储资源充沛合理，拿地节奏回归稳定。**公司在手未售土储规模2.2万亿，未结算储备3万亿，周转速度加快资源依然丰富。且土储结构持续优化，融创根据各地市场环境，形成了深耕广布局，深耕聚焦和区域轮耕等多种资源分配方式，扩大资源覆盖市场范围的同时也可以平衡风险。20年公司土地投资力度虽有所下降，但成果斐然，冰雪综合体的拓展模式打开了华南市场同时为公司积累大量的优质资源。
- **实际控制人再次增持体现公司绝对价值。**融创董事会主席孙宏斌于1月5日以2572万港元在公开市场增持融创94万股，这是孙宏斌在一周内第三次增持，三次合计增持564万股，斥资1.53亿港元。回顾孙宏斌在13年和16年的增持记录，均为公司股价相对底部位置。此次增持，显示了实控人对公司长期价值的信心。
- **20-22年业绩分别为7.53元/股、7.69元/股、8.00元/股。**预计20-21年核心净利润分别为300亿元、329亿元，归母净利润为351亿、359亿元。公司从年初开始有意识的控制杠杆，加上贝壳上市的正面影响，预计公司有望实现跨越式降档。15年以来公司股价对应核心利润的平均估值水平约为6.0x，由此确定合理价值为38.62元人民币/股，对应港币为45.97港币/股。维持“买入”评级。
- **风险提示。**信贷政策环境收紧影响销售及结算表现低于年初计划。

盈利预测:

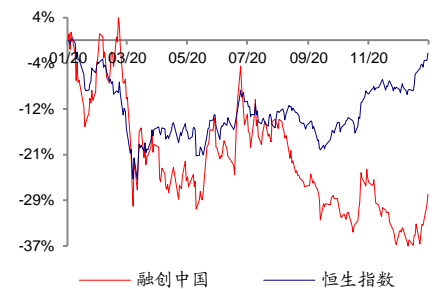
如非特别注明，货币为人民币

人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	124,746	169,316	222,235	272,504	304,255
增长率(%)	79%	37%	37%	19%	16%
EBITDA(百万元)	14,322	19,753	24,919	35,888	34,993
归母净利润(百万元)	16,567	26,028	35,120	35,855	37,311
增长率(%)	51%	57%	35%	2%	4%
EPS(元/股)	3.76	5.85	7.53	7.69	8.00
市盈率(P/E)	6.86	4.41	3.42	3.35	3.22
ROE(%)	2.31	1.68	1.19	0.92	0.74
EV/EBITDA	8.40	6.09	4.83	3.35	3.44

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	30.95 港元
合理价值	45.97 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-01-13

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001

021-38003642



lejiadong@gf.com.cn



分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009

021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意, 乐加栋, 邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

联系人:

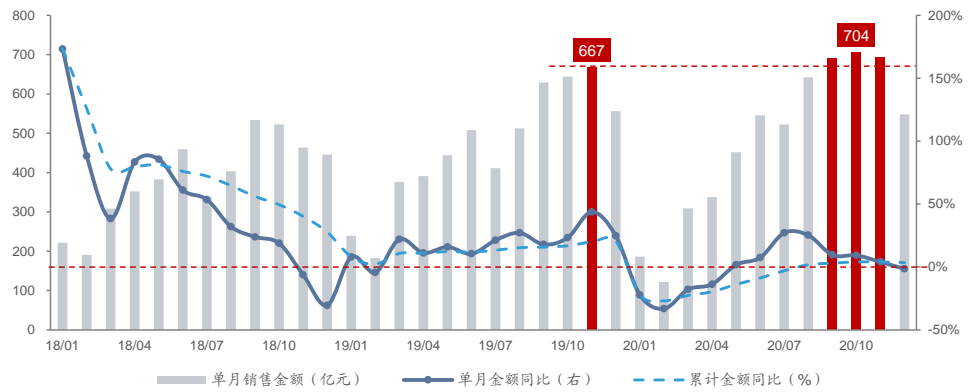
谢淼 021-38003637

xiemiao@gf.com.cn

一、多月创新高全年表现亮眼，大盘续销依然强劲

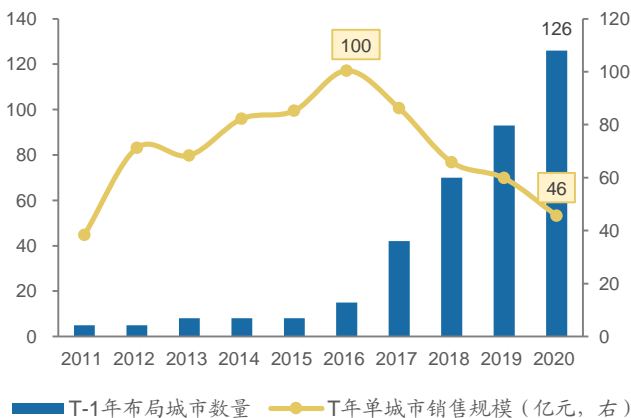
2020年融创实现全口径销售金额5753亿元（如非特别注明，货币为人民币，下同），同比增长3.4%，对应销售面积4102万方，同比增长7.1%，销售均价14024元/平，同比下降3.5%。具体月度来看，公司年初受到疫情冲击的影响在5月逐渐恢复，单月销售增速转正，8月实现累计销售增速转正，单月规模达到642亿元，接近历史高位的水平。而在随后的金九银十中，公司连续3个月销售规模超过历史高位，表现十分突出。但在内外部因素扰动不断的背景下依然保住销售排行榜第4把交椅，交出了相对出色的答卷。

图 1：融创中国2018-2020年月度销售金额（亿元）及增速（%）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

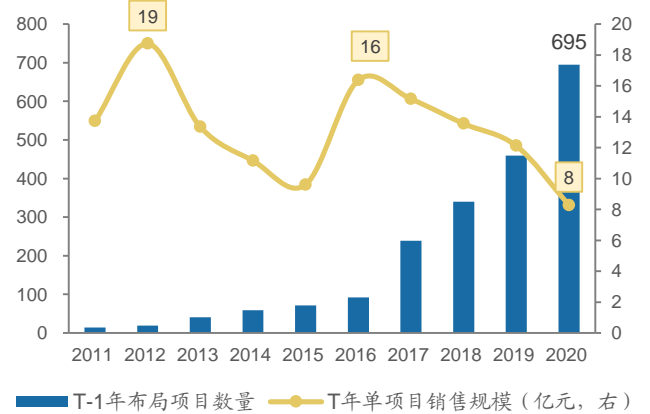
图 2：融创中国单城市销售规模（亿元）变化



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：T年单城市销售规模=T年销售规模/T-1年布局城市数量

图 3：融创中国单城市项目规模（亿元）变化



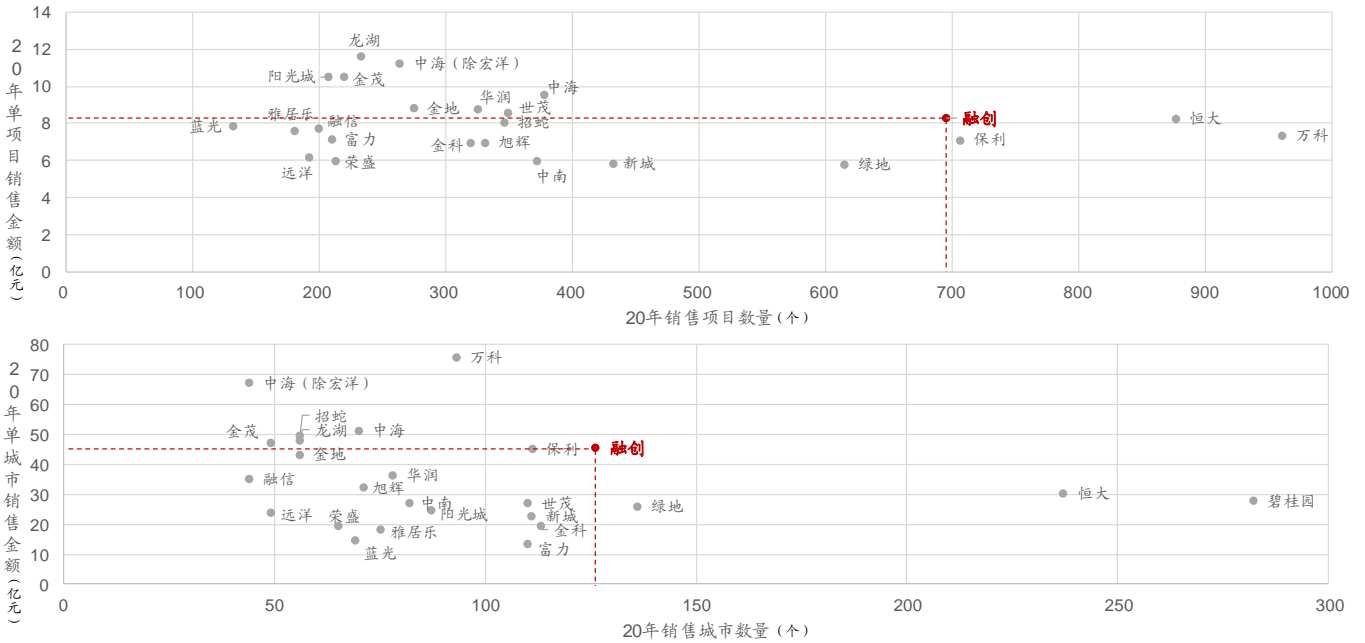
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：T年单项目销售规模=T年销售规模/T-1年布局城市数量

从规模贡献因素来看，随着公司新进入城市增多、城市能级的下沉，以及此前并购大体量项目的逐渐消化，17年以来融创单城市销售规模、单项目销售规模逐年

下降，20年单城市销售规模为46亿元，同比下降24%，单项目销售规模为8.3亿元，同比下降32%，均较此前高点下降超过50%，接近重点房企平均水平，由典型的深耕型房企转变为点状深耕+多区轮动的销售模式，由以大盘续销为主变为小盘快周转模式，未来项目周转速度及灵活性有望进一步提升，实现更加快速的销售增长。

图4：主流房企20年单城市、单项目销售贡献情况



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

而从公司存量大盘续销情况来看，根据克而瑞房地产企业项目销售排名榜单，19年济南、重庆、昆明融创文旅城上榜TOP 10，年内销售规模均超过100亿元，占并购总货值的比重分别为17%、13%、30%，而20年重庆、济南融创城再度以超过100亿的销售规模跻身前十，去化比重分别为12%、14%。此外，融创西安沣东大盘海逸长洲20年销售规模达到86亿元，根据销售均价推算当年去化水平接近九成，而咸阳200万方超大盘御河宸院销售规模也达到了83亿元，完成全盘销售的4成左右。公司存量大盘仍可保持较快的周转速度，为公司整体规模增长迅速做出贡献。

表1：2019年及2020年克而瑞房地产企业项目销售排名TOP 20榜单

19年排名	城市	项目名称	企业简称	销售金额(亿元)	20年排名	城市	项目名称	企业简称	销售金额(亿元)
1	济南	济南融创文旅城	融创中国	134.5	1	上海	绿地海珀外滩	绿地控股	279.3
2	深圳	新锦安壹号公馆	新锦安	122.1	2	上海	中海臻如府	中海地产、中环投资	118.0
3	重庆	重庆融创文旅城	融创中国	114.6	3	厦门	建发养云	建发股份	115.5
4	深圳	万科星城	万科A	113.6	4	深圳	鸿荣源壹城中心	鸿荣源	112.8
5	广州	广州亚运城	中海、碧桂园等	110.3	5	重庆	重庆融创文旅城	融创中国	108.6
6	济南	中海·华山珑城	中海地产	110.0	6	济南	济南融创文旅城	融创中国	107.3

7	昆明	昆明融创文旅城	融创中国	107.0	7	济南	中海·华山珑城	中海地产、中环投资	106.6
8	上海	静安府	华发股份、华润置地	106.5	8	上海	瑞虹新城·天悦郡庭	大悦城、瑞安房地产	106.3
9	北京	中海寰宇天下	中海地产	104.5	9	上海	中海建国里	中海地产、中环投资	99.3
10	宁波	绿地海湾	绿地控股	100.0	10	海口	恒大·美丽沙	中国恒大	99.1
11	西安	金辉世界城	金辉集团	95.9	11	广州	广州亚运城	中海、碧桂园等	96.0
12	佛山	容桂碧桂园	碧桂园	93.1	12	上海	中能·凯利海华府	中能集团	86.8
13	南京	中海左岸澜庭	中海地产	90.6	13	西安	海逸长洲	融创中国	86.0
14	南京	江与城	龙湖集团、香港置地	89.3	14	深圳	中海汇德里	中海地产	83.5
15	北京	泰禾·金府大院	泰禾集团	83.0	15	北京	中海寰宇时代	中海地产	83.1
16	深圳	勤诚达正大城	勤诚达	79.0	16	咸阳	御河宸院	融创中国	83.0
17	西安	西安恒大文旅城	中国恒大	78.1	17	珠海	琴澳新城	华发股份	81.0
18	武汉	远洋东方镜世界观	远洋集团	77.8	18	西安	碧桂园云顶	碧桂园	80.1
19	深圳	华润深圳湾瑞府	华润置地	77.3	19	深圳	恒裕深圳湾	恒裕实业	77.9
20	杭州	保利澄品	保利、滨江、华润等	77.2	20	深圳	仁恒公园世纪	仁恒置地	75.0

数据来源：克而瑞，广发证券发展研究中心

在三道红线的背景下，当前评分为红档的融创面临较大的降档、降负债压力，短期或将通过推盘销售提速来实现现金流的迅速回笼，提升账面资金、降低杠杆率及负债规模，21年有望重回双位数增长。

二、土储资源充沛合理，拿地节奏回归稳定

从融创土储分布来看，公司在手未售土储规模2.2万亿，对应总储备未结算金额约3.0万亿元，资源储备有所下降但依旧丰富。从区域分布来看，面积口径的分布占比最多的区域为西部（31%），其中川渝超过16%，中部地区货量最多的省份为湖北，东部沿海省份中，江苏、浙江、山东、广东面积土储占比均超过6%，整体资源相对均衡，南方区域稍弱。

图5：主流房企分区域土地储备（万方）

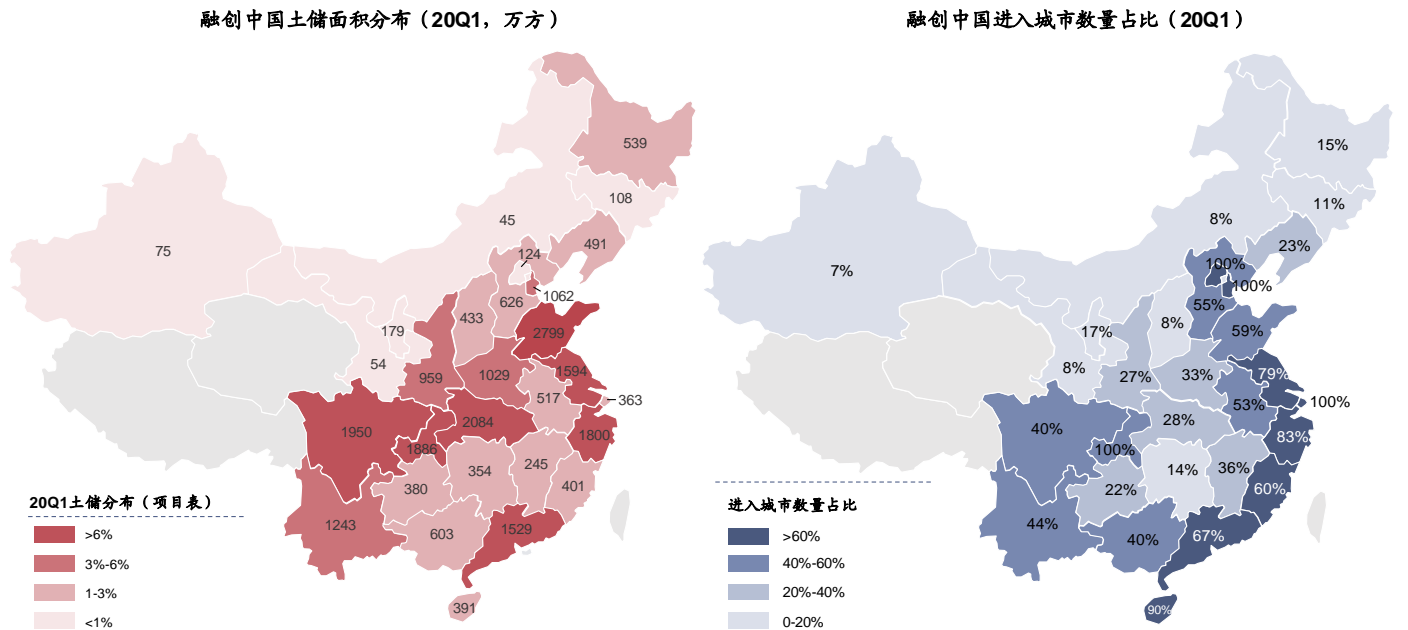
	碧桂园	万科A	融创中国	保利地产	中海地产	绿地控股	世茂集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	金地集团	新城控股
	2020H1	2019	2020Q1	2020H1	2019	2020H1	2020H1	2020H1	2020H1	2020H1	2020H1	2020H1
长三角	17%	21%	18%	12%	13%	31%	22%	15%	30%	18%	29%	41%
珠三角	22%	11%	8%	32%	16%	6%	14%	21%	18%	6%	13%	4%
海西	2%	3%	2%	5%	2%	0%	19%	0%	3%	5%	1%	0%
环渤海	13%	15%	19%	13%	27%	10%	15%	21%	11%	27%	20%	18%
中部	22%	11%	17%	19%	9%	23%	9%	14%	12%	12%	10%	13%
西部	21%	29%	31%	13%	21%	23%	12%	18%	22%	27%	19%	21%
东北	2%	10%	5%	5%	11%	5%	8%	10%	4%	5%	8%	1%
其他	0%	0%	0%	0%	1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

从进入城市占比来看，融创布局城市数量最多的省份主要集中在东南沿海（江苏、浙江、福建、广东均超过60%），此外京津冀、西南区域城市进入占比基本在40%以上，其余区域进入城市较少。综合这两组数据，可以看到在核心区融创在城市广度和储备资源深度上较为丰富，另外融创在湖北货量较为集中（储备多，城市少，深

耕)，而在福建省较为分散（储备少，城市多，轮耕），城市布局较为合理。

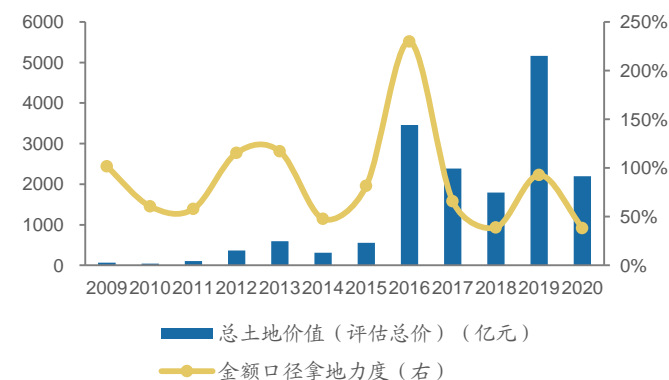
图6：融创中国土储及进入城市情况一览



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

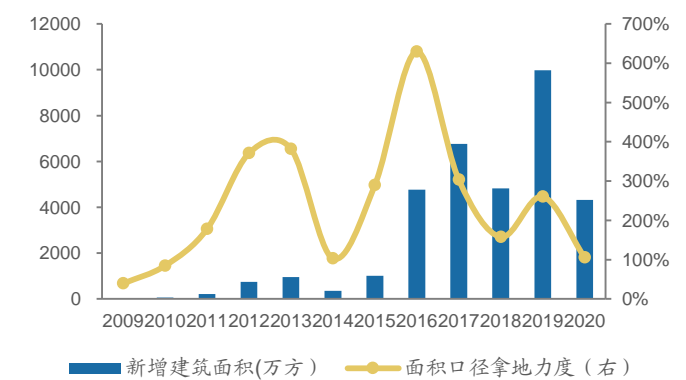
拿地方面，根据公司中报及中指院披露数据计算，公司20年拿地总价值为2201亿元，同比下降57%，总拿地面积4315万方，同比下降57%，金额及面积口径的拿地力度分别为38%、105%，公司在19年通过并购获取大量优质土储后，公司在手资源较为充裕，20年回归正常拿地节奏，土地获取相对谨慎。且在三道红线政策的压力下，公司稳货值，提周转，降杠杆的运营思路较为明确。

图7：融创中国拿地金额及力度（拿地/销售）



数据来源：公司中报，中指院，广发证券发展研究中心

图8：融创中国拿地面积及力度（拿地/销售）



数据来源：公司中报，中指院，广发证券发展研究中心

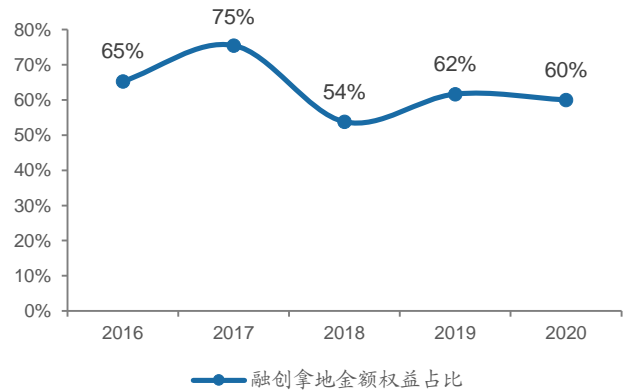
从地价水平来看，公司20年平均地价5100元/平，与19年基本持平，地价占销售均价的比重为36%，与19年持平。从区域结构来看，公司加大了二线拿地金额占比，从18年的58%到20年的69%，逐步增加。区域上，公司加大了东南区域的占比（从19年的18%提升至30%，浙江福建一带），上海区域、北京区域、华中区域略有下降。从权益比例来看，公司20年整体拿地权益比例为60%，与19年基本持平。

图9：融创中国拿地均价



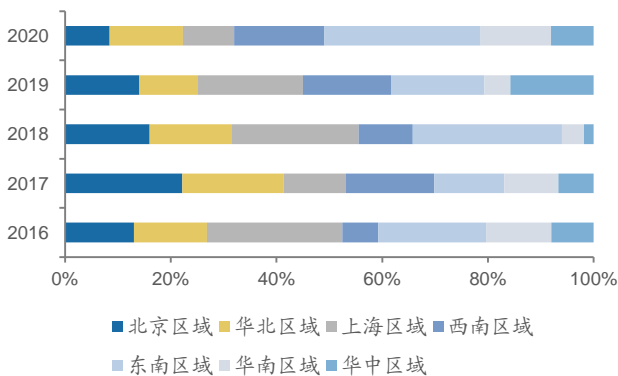
数据来源：公司中报，中指院，广发证券发展研究中心

图10：融创中国拿地权益比例



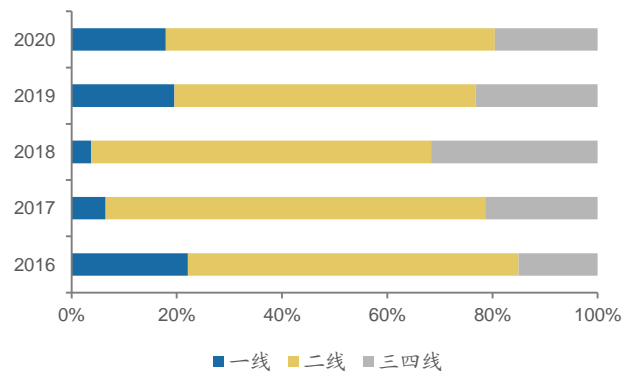
数据来源：公司中报，中指院，广发证券发展研究中心

图11：融创中国拿地金额分布（分区域）



数据来源：公司中报，中指院，广发证券发展研究中心

图12：融创中国拿地金额分布（分线）



数据来源：公司中报，中指院，广发证券发展研究中心

三、孙宏斌再次增持体现公司绝对价值

根据港交所公开信息，融创董事会主席孙宏斌于1月5日以2572万港元在公开市场增持融创94万股，这是孙宏斌在一周内第三次增持，前两次分别为20年12月31日、21年1月4日，增持规模为180万股（4982万港元）、290万股（7796万港元）。三次合计增持564万股，斥资1.53亿港元。

回顾孙宏斌此前增持时间，主要为三个阶段，第一阶段集中在13年7月至13年11月，增持3147万股，总代价1.58亿港元，第二阶段集中在16年末至17年初，孙宏斌

首先在16年9月认购4.5亿股，总代价28亿港元，随后持续增持4871万股，总代价3.2亿港元。从估值的角度来看，前两阶段增持交易日平均动态PE分别为4.2X、8.8X，当前公司估值水平3.5X处于较低水平（20年年内低点）。

孙宏斌前两阶段（13、16年）融创销售规模从508亿元发展到1506亿元，所对应的股价位置，都是阶段内的估值底部。20年公司维持行业前四的水平，全年销售5753亿元，孙宏斌时隔近四年再次增持，体现出对于融创长期的信心。

表2：13年以来孙宏斌增持规模及交易日对应公司动态PE

交易日期	变动数量(万股)	估算金额(万元)	币种	变动后持股数量(万股)	持股比例	交易日动态 PE
2021/1/5	94	2,572	HKD	210,836	45.21%	3.51
2021/1/4	290	7,796	HKD	210,742	45.19%	3.45
2020/12/30	180	4,982	HKD	210,452	45.13%	3.53
2017/1/18	293	1,970	HKD	210,272	54.47%	9.20
2017/1/16	1169	7,998	HKD	209,979	54.39%	9.27
2016/12/21	617	4,059	HKD	208,811	54.13%	9.12
2016/12/13	494	3,269	HKD	208,194	53.97%	9.29
2016/12/12	915	5,896	HKD	207,700	53.84%	8.95
2016/12/9	340	2,241	HKD	206,785	53.60%	9.12
2016/12/8	325	2,026	HKD	206,445	53.52%	8.80
2016/12/7	719	4,288	HKD	206,120	53.44%	8.31
2016/9/26	45307	280,000	HKD	205,401	53.26%	6.85
2015/8/27	365	1,543	HKD	160,094	47.10%	3.58
2013/11/13	200	1,006	HKD	159,615	48.07%	4.16
2013/11/12	200	1,020	HKD	159,415	48.01%	4.19
2013/11/11	60	308	HKD	159,215	47.95%	4.26
2013/11/8	196	1,007	HKD	159,155	47.94%	4.22
2013/10/24	42	210	HKD	158,958	47.89%	4.15
2013/10/2	200	997	HKD	158,916	47.88%	4.16
2013/9/30	200	989	HKD	158,716	47.82%	4.16
2013/9/27	200	989	HKD	158,516	47.76%	4.11
2013/9/26	400	1,965	HKD	158,316	47.70%	4.01
2013/9/25	176	878	HKD	157,916	47.58%	4.13
2013/9/24	400	1,996	HKD	157,741	47.53%	4.11
2013/9/23	200	1,003	HKD	157,341	47.40%	4.15
2013/9/19	200	1,024	HKD	157,141	47.34%	4.15
2013/7/15	3	16	HKD	156,941	47.31%	4.34
2013/7/12	270	1,418	HKD	156,938	47.30%	4.36
2013/7/9	200	968	HKD	156,418	47.14%	4.01

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

20、21年融创仍然会持续兑现过去几年公司销售规模高速增长，并表口径的结算金额同比分别增长31%和16%，非并表项目的利润结算将通过投资收益及利息收入的方式兑现。核心业绩方面，受到结算权益比例及结算利润率回落的影响，20年和21年的核心净利润规模分别为300亿和329亿，增速分别为11%和5%。

表3：主要经营数据及业绩水平预测

(货币单位: 人民币)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售金额 (亿元)	1506	3620	4608	5562	5753	6443	7410
增速	121%	140%	27%	21%	3%	12%	15%
销售面积 (万方)	758	2230	3056	3829	4102	4602	5389
销售均价 (元/平米)	19866	16235	15079	14528	14024	14000	13750
预收账款 (亿元)	344	1312	1994	2408			
并表回款 (销售金额, 亿元)	556	1594	1859	2009	2301	2577	2964
并表比例 (销售)	37%	44%	40%	36%	40%	40%	40%
权益比例 (销售)	69%	73%	71%	69%	70%	70%	70%
竣工面积 (全口径, 万方)	442	877	1900	2600	3254	3692	4142
竣工面积/n-1 年销售面积	126%	116%	85%	85%	85%	90%	90%
交付面积 (全口径, 万方)	416	852	1470	2210	2766	3138	3521
交付面积/竣工面积	94%	97%	77%	85%	85%	85%	85%
结算均价 (全口径, 元/平)	18350	16483	14580	13288	13700	14000	14000
结算金额 (包含联营公司, 亿元)	762	1405	2143	2937	3790	4393	4929
结算金额 (并表, 亿元)	346	626	1177	1595	2084	2416	2711
结算金额 (权益, 亿元)	562	1004	1639	2239	2728	2987	3253
并表比例 (结算)	45%	45%	55%	54%	55%	55%	55%
结算权益占比	74%	71%	76%	76%	72%	68%	66%
核心结算净利润率	1%	5%	13%	12%	11%	11%	11%
核心归母净利润 (亿元)	8	52	215	271	300	329	358
负商誉	20	251	60	50	20	20	20
负商誉摊销	-3	-30	-54	-38	-40	-45	-40
乐视减值及亏损		-166	-40	-29	-5	-5	-5
其他非经常性利润 (亏损)		3	-16	6			
贝壳 (KE) 投资收益					76	60	40
报表归母净利润 (亿元)	25	110	166	260	351	359	373
核心归母净利润增速	-3%	538%	313%	26%	11%	9%	9%
报表归母净利润增速	-25%	344%	51%	57%	35%	2%	4%
股数	39	44	44	45	47	47	47
每股 EPS(核心)	0.21	1.18	4.88	6.08	6.44	7.05	7.67
每股 EPS(归母)	0.64	2.50	3.76	5.85	7.53	7.69	8.00

PE(核心)	143.9	22.5	5.5	4.3	4.0	3.7	3.4
PE(归母)	47.27	10.66	7.08	4.50	3.4	3.4	3.2

数据来源：公司经营数据，广发证券发展研究中心

非核心利润方面，融创所持有的贝壳（BK）20年8月登陆美国资本市场，并实现了较大的股价涨幅。按照贝壳上市后的增发及配股后的总股本规模计算，融创目前持有贝壳的股权比例为3.93%，按照最新收盘价计算，股权价值为29.8亿美金。公司原始投资成本为4亿美金，因此可贡献交易型金融资产的投资收益25.78亿美金，越167.1亿人民币。考虑到禁售期限制，股价波动以及税收等因素，保守预测对于20年业绩贡献的效果，预计可以增厚公司全口径业绩规模在80亿左右。

表4：贝壳（BK）股价表现以及融创投资贝壳股权收益水平

日期	收盘价(美元)	总市值	人民币/美元汇	总市值	融创对应贝壳 股权价值	扣除成本后的投资收益	
		(亿美金)	率	(亿人民币)		(亿美金)	(亿人民币)
2020-8-14	33.0	372	6.9	2582	14.62	10.62	73.7
2020-8-21	41.9	472	6.9	3262	18.55	14.55	100.6
2020-8-28	49.8	561	6.9	3864	22.04	18.04	124.3
2020-9-4	45.4	512	6.8	3502	20.13	16.13	110.3
2020-9-11	48.5	547	6.8	3742	21.50	17.50	119.7
2020-9-18	58.4	658	6.8	4448	25.86	21.86	147.8
2020-9-25	57.0	642	6.8	4376	25.24	21.24	144.7
2020-10-2	59.0	675	6.8	4594	26.51	22.51	153.3
2020-10-9	66.5	760	6.8	5151	29.86	25.86	175.3
2020-10-16	71.3	816	6.7	5492	32.06	28.06	188.9
2020-10-23	70.0	800	6.7	5338	31.45	27.45	183.1
2020-10-30	69.8	798	6.7	5362	31.34	27.34	183.8
2020-11-6	75.7	865	6.6	5734	33.99	29.99	198.8
2020-11-13	72.5	829	6.6	5497	32.59	28.59	189.5
2020-11-20	60.8	717	6.6	4715	28.17	24.17	159.0
2020-11-27	64.5	760	6.6	4996	29.86	25.86	170.1
2020-12-4	62.0	731	6.6	4789	28.73	24.73	162.0
2020-12-11	66.1	780	6.5	5098	30.64	26.64	174.2
2020-12-18	64.5	760	6.5	4963	29.86	25.86	168.9
2020-12-24	65.3	770	6.5	5034	30.27	26.27	171.7
2020-12-31	61.5	725	6.5	4733	28.51	24.51	159.9
2021-1-8	65.3	770	6.5	4979	30.24	26.24	169.8
2021-1-11	64.3	758	6.5	4913	29.78	25.78	167.1

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

预计20-22年核心净利润分别为300亿元，329亿元和358亿元，对应每股EPS

分别为6.44元、7.05元、7.67元，增速分别为11%、9%和9%。报表口径归母净利润分别为351亿、359亿和373亿元，同比分别增长35%，2%和4%，对应当前估值水平为3.4x、3.4x和3.2x。15年以来公司股价对应核心利润的平均估值水平约为6.0xPE，由此确定合理价值为38.62元/股，对应港币为45.97港币/股。维持“买入”评级。

五、风险提示

行业景气度下行影响公司销售及工程进度；公司地产结算进度不及预期；公司未来结算毛利率或随行业下降；公司土地投资力度下降。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	553,238	724,680	843,041	892,018	930,636
货币资金	120,198	125,731	117,472	132,155	138,575
应收及预付	75,691	102,506	107,400	113,274	120,029
存货	339,265	482,463	541,133	563,553	584,996
其他流动资产	18,084	13,981	77,036	83,036	87,036
非流动资产	163,422	235,969	264,454	286,808	311,168
长期股权投资	65,497	88,994	95,669	102,844	110,557
固定资产	49,224	70,102	70,803	71,511	72,226
无形资产	16,021	7,667	7,667	7,667	7,667
其他长期资产	32,680	69,205	90,315	104,786	120,718
资产总计	716,660	960,649	1,107,494	1,178,826	1,241,804
流动负债	471,253	620,881	704,240	732,699	766,697
短期借款	92,046	135,733	179,031	162,779	141,075
应付及预收	155,450	206,068	213,098	220,705	228,731
其他流动负债	223,758	279,080	312,111	349,215	396,890
非流动负债	172,301	225,674	252,424	255,458	242,982
长期借款	137,364	186,542	212,625	214,832	201,466
其他非流动负债	34,937	39,132	39,799	40,626	41,516
负债合计	643,553	846,555	956,664	988,157	1,009,679
股本	378	382	382	382	382
其他股权工具	5,527	2,790	2,790	2,790	2,790
资本公积及留存收益	56,458	82,691	100,300	136,155	173,466
归属母公司股东权益	62,363	85,863	120,983	156,838	194,149
少数股东权益	10,744	28,231	29,848	33,832	37,977
负债和股东权益	716,660	960,649	1,107,495	1,178,827	1,241,805

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	52,055	27,254	24,420	62,801	74,065
净利润	28,664	42,546	35,120	35,855	37,311
折旧摊销	992	1,821	7,788	7,866	7,945
营运资金变动及其他	22,398	-17,113	-18,488	19,079	28,809
投资活动现金流	-34,079	-62,001	-82,131	-11,796	-11,595
资本支出	-18,875	-25,268	0	0	0
投资变动	-11,406	-50,211	-82,131	-11,796	-11,595
其他	-3,798	13,478	0	0	0
筹资活动现金流	-10,427	36,393	49,452	-36,321	-56,050
银行借款	13,018	76,813	69,381	-14,045	-35,070
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	-5,099	-2,931	0	0	0
其他	-18,347	-37,489	-19,929	-22,276	-20,980
现金净增加额	7,549	1,646	-8,259	14,684	6,420
期初现金余额	96,719	120,198	125,731	117,472	132,155
期末现金余额	120,198	125,731	117,472	132,155	138,575

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	79.17%	36.64%	36.54%	19.00%	16.20%
营业利润增长	86.63%	48.43%	38.91%	12.55%	1.03%
归母净利润增长	50.55%	57.11%	34.93%	2.09%	4.06%
获利能力					
毛利率	24.96%	24.46%	21.41%	23.73%	20.63%
净利率	13.28%	15.37%	15.80%	13.16%	12.26%
ROE	26.56%	30.31%	29.03%	22.86%	19.22%
ROIC	2.10%	1.74%	1.92%	2.51%	2.46%
偿债能力					
资产负债率	89.8%	88.1%	86.4%	83.8%	81.3%
净负债比率	149.4%	172.3%	181.8%	128.7%	87.9%
流动比率	117.4%	116.7%	119.7%	121.7%	121.4%
速动比率	45.4%	39.0%	42.9%	44.8%	45.1%
营运能力					
总资产周转率	18.6%	20.2%	21.5%	23.8%	25.1%
应收账款周转率	161.3%	190.0%	211.7%	247.0%	260.8%
存货周转率	28.7%	31.1%	34.1%	37.6%	42.1%
每股指标 (元)					
每股收益	3.76	5.85	7.53	7.69	8.00
每股经营现金流	11.16	5.84	5.24	13.47	15.88
每股净资产	13.4	18.4	25.9	33.6	41.6
估值比率					
P/E	6.9	4.4	3.4	3.4	3.2
P/B	1.9	1.4	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA	8.4	6.1	4.8	3.4	3.4

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	124,746	169,316	222,235	272,504	304,255
营业成本	93,610	127,910	174,647	207,836	241,499
销售费用	4,361	6,166	6,395	7,673	7,828
管理费用	7,357	8,287	9,225	10,776	11,404
财务费用	2,087	3,625	4,047	3,182	2,493
其他经营收益	-5,263	-1,881	22,282	13,916	15,890
投资净收益	4,956	8,146	8,899	9,567	10,284
营业利润	28,664	42,546	59,102	66,519	67,205
利润总额	28,664	42,546	59,102	66,519	67,205
所得税	11,219	14,390	22,366	26,680	25,749
净利润	17,445	28,156	36,736	39,839	41,457
少数股东损益	878	2,129	1,616	3,984	4,146
归属母公司净利润	16,567	26,028	35,120	35,855	37,311
EBITDA	14,322	19,753	24,919	35,888	34,993
EPS (元)	3.76	5.85	7.53	7.69	8.00

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：高级研究员，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 焱：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。