

投资评级 优于大市 维持

1-3月销售逆势大增，新战略落地

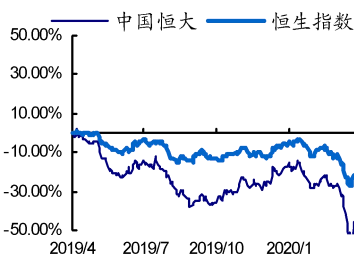
股票数据

04月08日收盘价(港元)	13.42
52周股价波动(港元)	9.94-25.03
总股本/流通A股(百万股)	132.4/132.4
总市值/流通市值(百万元)	1777/1777

相关研究

《受交楼面积下降影响，1H营收利润下滑》
 2019.09.15

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-21.32	-23.93	-30.08
相对涨幅(%)	-14.08	-12.14	-15.71

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

投资要点:

- **市场受疫情影响疲软，1-3月中国恒大销售金额逆势增长23.2%。**
- **1) 2020年1-3月公司合约销售金额为1473.6亿元，同比上年上升23.2%；合约销售面积1658.1万平米，同比增长50.4%。**
- **2) 根据克尔瑞和亿翰公布的2020年1-3月销售业绩排行榜数据，前100强房企操盘口径销售金额达到14820亿元，同比上年下滑20.1%；权益金额达到12453亿元，同比上年下滑21.2%；权益比84%。**
- **3) 在假期叠加疫情、销售回落的大环境下，公司销售数据抢眼，我们认为逆势增长原因与公司可售资源充足、积极采取“网上卖房”等新营销模式并进行价格促销抢占市场先机有关。**
- **20年销售目标6500亿元，已完成22.7%。**公司在《截止2019年12月31日止年度业绩公布》公告2020年销售目标为人民币6500亿元，1-3月已完成销售目标的22.7%。
- **盈利预测：**我们预计2020-2022年房地产开发销售业务收入分别约人民币5388亿元、6090亿元、6775亿元。我们根据四大业务板块项目进度，预计公司2020-2022年营业总收入分别约为人民币5534亿元、6254亿元、6953亿元。我们预计2020-2022年毛利率分别为30.00%、29.00%和29.00%，归母净利润分别为279亿元、321亿元、361亿元。
- **投资建议：给予“优于大市”评级。**公司的战略发展2020年再次出发，全面实施“高增长、控规模、降负债”发展战略：充分利用庞大的土地储备及网上卖房的巨大优势，实现销售高速增长；控制土地储备规模，实现土地储备负增长；计划平均每年减少总土地储备3000万平方米左右；并计划大幅减低负债总额和净负债率。我们预计2020和2021年EPS分别为2.11元、2.42元。截止2020年04月08日，公司收盘于13.42港元(人民币12.20元)，对应2020、2021年PE分别为5.78倍、5.04倍，对应20年PEG值为0.16。考虑公司新战略落地，销售目标持续增长，负债规模有望下降，我们给予公司2020年7-8XPE，合理价值区间在16.25-18.57港元(人民币14.77-16.88元)，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司面临房地产行业基本面下行风险；公司三四线项目销售不及预期；结算不及预期。**全文1港币=0.9091人民币。**

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	466196	477561	553402	625395	695306
(+/-) YoY (%)	49.9%	2.4%	15.9%	13.0%	11.2%
净利润(百万元)	37390	17280	27908	32068	36100
(+/-) YoY (%)	53.40%	-53.8%	61.5%	14.9%	12.6%
全面摊薄EPS(元)	2.82	1.31	2.11	2.42	2.73
毛利率(%)	36.2%	27.8%	30.0%	29.0%	29.0%
净资产收益率(%)	28.1%	11.9%	16.1%	15.6%	14.9%

资料来源：2018年报及2019业绩公告，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1 公司月度合约销售金额情况

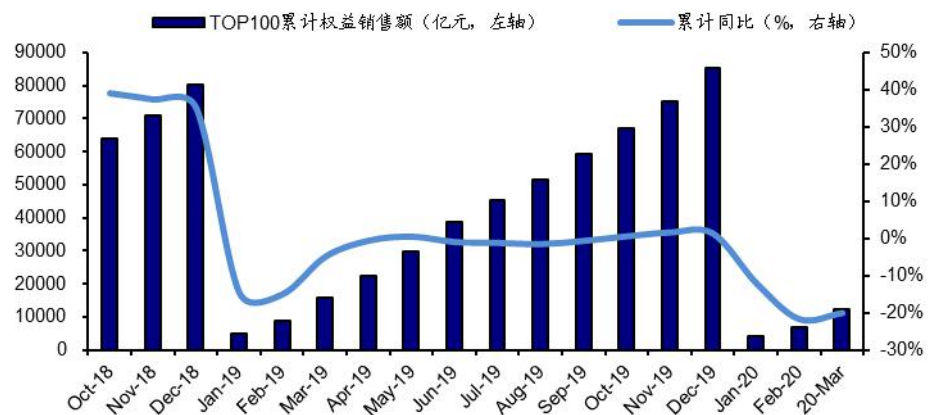

资料来源：公司月度经营数据公告，海通证券研究所

图 2 公司月度合约销售面积情况


资料来源：公司月度经营数据公告，海通证券研究所

图 3 TOP100 房企累计操盘销售额及同比


资料来源：克尔瑞数据、亿翰数据，海通证券研究所

图 4 TOP100 房企累计权益销售额及同比


资料来源：克尔瑞数据、亿翰数据，海通证券研究所

表 1 2019-2022 年公司各板块业务情况预测 (人民币百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
房地产开发与销售收入	464568	538766	609037	677469
增速 (YOY)	2.6%	16.0%	13.0%	11.2%
房地产建造、土地平整及其他	7254	8342	9593	10553
增速 (YOY)	-11%	15%	15%	10%
物业管理服务收入	4375	4725	4961	5209
增速 (YOY)	8%	8%	5%	5%
物业投资收入	1364	1569	1804	2074
增速 (YOY)	16%	15%	15%	15%
营业收入总计	477561	553402	625395	695306
毛利率 (%)	27.84%	30.00%	29.00%	29.00%
营业成本总计	344624	387381	444031	493667

资料来源: 公司 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

表 2 公司盈利预测表(人民币百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	477561	553402	625395	695306
同比增长 (%)	2.4%	15.9%	13.0%	11.2%
营业总成本				
营业成本	344624	387381	444031	493667
毛利率 (%)	27.8%	30.0%	29.0%	29.0%
研发费用及其他	5037	5810	5985	6654
研发费用及其他/营业收入 (%)	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	23287	27117	30644	34070
管理费用	19811	22136	23140	25726
财务费用	12943	6632	6853	6151
权益性投资收益	2967	3393	3723	4053
其他非经营性损益	-2052	-1050	-750	-550
除税前利润总额	74172	108169	119516	134540
同比增长 (%)	-41.5%	45.8%	10.5%	12.6%
所得税费用	40630	54084	57367	64579
有效所得税率 (%)	54.8%	50.0%	48.0%	48.0%
净利润	33542	54084	62148	69961
少数股东损益	16262	26177	30080	33861
归属于母公司所有者的净利润	17280	27908	32068	36100

资料来源: 公司 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

表 3 可比地产股

公司名称	股价		EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
	(港元/股)	(人民币元/股)	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
万科 A		26.96	3.44	4.09	4.76	7.84	6.59	5.66	0.37
招商蛇口		16.61	2.29	2.79	3.40	7.25	5.95	4.89	0.27
融创中国	35.65	32.41	5.92	7.06	8.69	5.47	4.59	3.73	0.22
平均						6.86	5.71	4.76	0.29

资料来源: 中国恒大 EPS 为海通预测数据, 其余 EPS 为 Wind 一致预测值, 海通证券研究所

注: PEG 的 G 按照预测的 2019-2021 年净利润年化复合增速计算。股价收盘日期为 2020 年 4 月 8 日。

财务报表分析和预测

资产负债表(人民币百万元)					损益表(人民币百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	150056	160000	170000	160000	销售收入	477561	553402	625395	695306
交易性金融资产	921	1121	1321	1521	销售成本	344624	387381	444031	493667
应收账款及票据	286334	333375	377882	421397	毛利	132937	166021	181365	201639
存货	1328035	1335797	1345548	1371298	其他收入-净额	1398	1500	1800	2000
其他流动资产	81468	89098	102127	113543	营业开支	48135	55063	59769	66450
流动资产合计	1846814	1919391	1996878	2067759	其中: 销售费用	23287	27117	30644	34070
长期股权投资	87811	102811	112811	122811	管理费用	19811	22136	23140	25726
固定资产	55798	69532	78041	83411	研发费用	0	0	0	0
无形资产	21513	22865	24189	25488	其他费用	5037	5810	5985	6654
持有至到期投资	0	0	0	0	经营利润	86200	112458	123396	137188
可供出售金融资产	0	0	0	0	加: 财务收入	4573	2325	2475	2475
商誉	7788	7888	7988	8088	减: 财务费用	17516	8957	9328	8626
投资性房地产	0	0	0	0	加: 权益性投资损益	2967	3393	3723	4053
递延所得税资产	0	0	0	0	其他非经营性损益	-2052	-1050	-750	-550
其他非流动资产	186853	188953	191253	193653	除所得税前利润	74172	108169	119516	134540
非流动资产合计	359763	392049	414283	433450	减: 所得税	40630	54084	57367	64579
资产总额	2206577	2311439	2411161	2501210	合并报表净利润	33542	54084	62148	69961
短期借款	378749	369669	339941	286590	归属于母公司所有的净利润	17280	27908	32068	36100
交易性金融负债	0	0	0	0	少数股东权益	16262	26177	30080	33861
应付账款及票据	544653	590784	662732	705239					
应交税金	154327	179856	203254	225974					
应付股利	0	0	0	0					
其他流动负债	272306	309905	331460	389371					
流动负债合计	1350035	1450213	1537386	1607174					
长期借款	427726	377726	327726	277726					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	70279	70879	71279	71579					
非流动负债合计	498005	448605	399005	349305					
归属于母公司权益总额	145700	173608	205676	241776					
少数股东权益	212837	239014	269094	302955					
股东权益合计	358537	412621	474770	544730					
负债及股东权益合计	2206577	2311439	2411161	2501210					

现金流量表(人民币百万)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-	54084	62148	69961
折旧与摊销	-	1714	1966	2133
营运资本变动	-	46826	49614	42458
其他非现金调整	-	6614	6355	5124
经营活动现金流	-	109239	120083	119674
资产	-	-1050	-750	-550
投资	-	-28707	-18377	-15047
其他	-	-1500	-1900	-2100
投资活动现金流	-	-31257	-21027	-17697
股权募资	-	0	0	0
债券募资	-	-50000	-50000	-50000
其他	-	-18037	-39056	-61977
融资活动现金流	-	-68037	-89056	-111977
现金净流量	20692	9944	10000	-10000

主要财务指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	1.31	2.11	2.42	2.73
每股净资产	11.00	13.11	15.53	18.26
每股经营现金流	0.00	8.25	9.07	9.04
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.8%	30.0%	29.0%	29.0%
净利率	3.6%	5.0%	5.1%	5.2%
净资产收益率	11.9%	16.1%	15.6%	14.9%
资产回报率	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%
偿债能力指标				
资产负债率	83.8%	82.1%	80.3%	78.2%
流动比率	1.37	1.35	1.34	1.34
速动比率	0.38	0.40	0.42	0.43
现金比率	0.11	0.11	0.11	0.10
经营效率指标				
应收帐款周转率	1.67	1.66	1.66	1.65
存货周转率	0.26	0.29	0.33	0.36
总资产周转率	0.22	0.24	0.26	0.28

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日, 2019 年现金流量表暂未公告, 现金净流量是 2019 年现金减 2018 年现金得到。

资料来源: 公司业绩公告(2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
金晶 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 我爱我家,中国恒大,浦东金桥,新湖中宝,华侨城 A,中国国贸,光大嘉宝,世茂股份,国创高新,金科股份,合景泰富集团,光明地产,大悦城,天健集团,绿城服务,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,融创中国,中国海外发展,招商蛇口,金融街,蓝光发展,龙湖集团,金地集团,外高桥,天保基建,融信中国,北辰实业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。