

业绩稳健增长，投资端战略越发明晰

——2020 年中报点评

核心观点

- **营收业绩持续增长，盈利能力维持稳定。**公司上半年实现营业收入 158.0 亿元，同比增长 8.7%，实现归母净利润 13.6 亿元，同比增长 7.5%，公司克服上半年疫情的影响仍然实现营收业绩双增长，预计下半年随着疫情影响减弱，结算节奏恢复，全年业绩增速将大概率优于中期。利润率基本保持稳定，上半年毛利率为 27.3%，较 2019 年下降 1 个百分点；归母净利率为 8.6%，较 2019 年下降 0.2 个百分点。此外，少数股东损益占比下降至 9.9%。
- **销售同比下滑，投资强度持续提升。**公司 2020 年上半年地产销售金额 380.6 亿元，同比下降 21.2%，销售面积 417.7 万平方米，同比下降 21.1%，销售均价 9111.8 万元/平，同比下降 1.7%。一季度销售情况受疫情影响大幅下滑，但二季度销售转正，预计下半年销售将继续修复。投资端，公司上半年积极拿地，新增项目 36 个，合计建面 588.5 万平方米，土地投资额 251.4 亿元，其中 76% 分布于华东和华中地区，土储结构布局进一步优化。上半年土地投资强度为 66%，较 2019 年上升 35 个百分点，投资力度有所提升。
- **净负债率有所上升，短期偿债能力略有下降。**公司 2020 年上半年净资产负债率 105.6%，较去年年底上升 26.6 个百分点，主要由于有息负债规模增加，上半年有息负债总额 714 亿元，较去年年底增长 20.8%。截至 2020 年 6 月，公司持有现金 252.7 亿元，短债覆盖比率 0.8，短期偿债能力略有下降。预计下半年公司有息负债规模增速将放缓，叠加四季度的结算高峰，公司全年净负债率有望回落。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 8.30 元（原目标价为 8.35 元）。**由于股本数调整，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测至 1.66/2.10/2.47 元（原预测为 1.67/2.11/2.49 元）。可比公司 2020 年估值为 5X，我们给予公司 2020 年 5X 的 PE，对应目标价 8.30 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)	30,821	39,194	55,599	68,234	78,474
同比增长(%)	25.5%	27.2%	41.9%	22.7%	15.0%
营业利润(百万元)	3,569	5,556	8,098	10,609	12,220
同比增长(%)	96.2%	55.7%	45.8%	31.0%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,224	3,459	5,038	6,360	7,511
同比增长(%)	62.8%	55.5%	45.6%	26.2%	18.1%
每股收益(元)	0.73	1.14	1.66	2.10	2.47
毛利率(%)	27.8%	28.3%	29.6%	29.7%	29.7%
净利率(%)	7.2%	8.8%	9.1%	9.3%	9.6%
净资产收益率(%)	14.7%	19.8%	23.1%	23.6%	23.2%
市盈率	7.2	4.6	3.2	2.5	2.1
市净率	1.0	0.8	0.7	0.5	0.5

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，

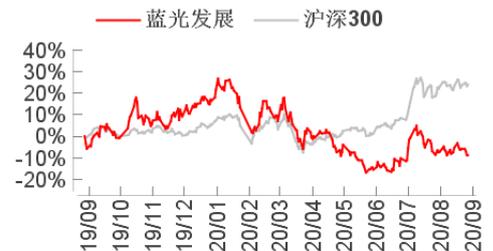


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月27日)	5.26 元
目标价格	8.3 元
52周最高价/最低价	7.68/5.04 元
总股本/流通 A 股(万股)	303,493/303,493
A 股市值(百万元)	15,964
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年08月28日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.77	-0.19	1.74	-13.20
相对表现	-3.89	-4.67	-21.29	-37.16
沪深 300	1.12	4.48	23.03	23.96



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

业绩大增降杠杆卓有成效，分拆上市物业步
人发展新阶段：——2019 年年报点评 2020-04-17
旗下物业公司终上市，价值重估正当时： 2019-10-18

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

营收业绩持续增长，盈利能力维持稳定	4
销售同比下滑，投资强度持续提升	5
净负债率有所上升，短期偿债能力略有下降	5
盈利预测与投资建议	6
盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 1.66/2.10/2.47 元	6
投资建议：维持买入评级，目标价 8.30 元	7
风险提示	7

图表目录

图 1: 2020H1 营业收入 158.0 亿元, 同比增长 8.7%.....	4
图 2: 2020H1 归母净利润 13.6 亿元, 同比增长 7.5%.....	4
图 3: 毛利率、归母净利率略有下降.....	4
图 4: 少数股东损益占比为 9.9%.....	4
图 5: 2020H1 房地产金额 380.6 亿, 同比下降 21.2%.....	5
图 6: 2020H1 拿地金额 251.4 亿, 投资强度为 66%.....	5
图 7: 2020H1 净资产负债率为 105.6%.....	6
图 8: 2020H1 短债覆盖比率为 0.8.....	6

营收业绩持续增长，盈利能力维持稳定

营收业绩持续增长，盈利能力维持稳定。公司上半年实现营业收入 158.0 亿元，同比增长 8.7%，实现归母净利润 13.6 亿元，同比增长 7.5%，公司克服上半年疫情的影响仍然实现营收业绩双增长，预计下半年随着疫情影响渐弱，结算节奏恢复，全年业绩增速将大概率优于中期。利润率基本保持稳定，上半年毛利率为 27.3%，较 2019 年下降 1 个百分点；归母净利率为 8.6%，较 2019 年下降 0.2 个百分点。此外，少数股东损益占比下降至 9.9%。

图 1：2020H1 营业收入 158.0 亿元，同比增长 8.7%



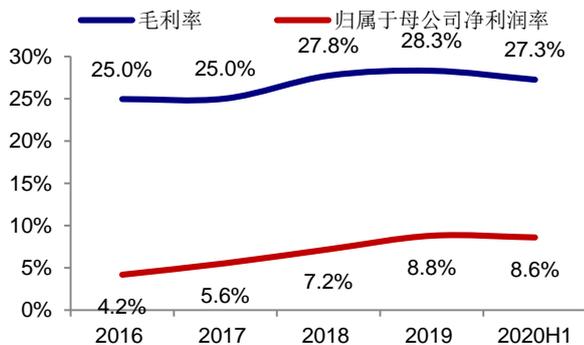
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2020H1 归母净利润 13.6 亿元，同比增长 7.5%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：毛利率、归母净利率略有下降



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：少数股东损益占比为 9.9%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

销售同比下滑，投资强度持续提升

销售同比下滑，投资强度持续提升。公司2020年上半年地产销售金额380.6亿元，同比下降21.2%，销售面积417.7万平方米，同比下降21.1%，销售均价9111.8万元/平，同比下降1.7%。一季度销售情况受疫情影响大幅下滑，但二季度销售转正，预计下半年销售将继续修复。投资端，公司上半年积极拿地，新增项目36个，合计建面588.5万平方米，土地投资额251.4亿元，其中76%分布于华东和华中地区，土储结构布局进一步优化。上半年土地投资强度为66%，较2019年上升35个百分点，投资力度有所提升。

图 5：2020H1 房地产金额 380.6 亿，同比下降 21.2%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：2020H1 拿地金额 251.4 亿，投资强度为 66%

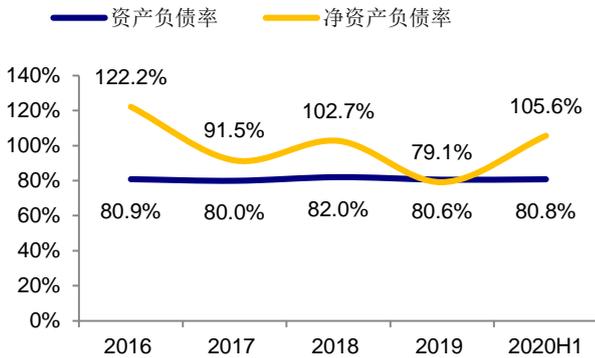


资料来源：公司公告，东方证券研究所

净负债率有所上升，短期偿债能力略有下降

净负债率有所上升，短期偿债能力略有下降。公司2020年上半年净资产负债率105.6%，较去年年底上升26.6个百分点，主要由于有息负债规模增加，上半年有息负债总额714亿元，较去年年底增长20.8%。截至2020年6月，公司持有现金252.7亿元，短债覆盖率0.8，短期偿债能力略有下降。预计下半年公司有息负债规模增速将放缓，叠加四季度的结算高峰，公司全年净负债率有望回落。

图 7：2020H1 净资产负债率为 105.6%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：2020H1 短债覆盖比率为 0.8



资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 1.66/2.10/2.47 元

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.66/2.10/2.47 元。

我们对公司 2020-2022 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 521/641/737 亿元。
- 2) 公司销售费用率为 4.10%/4.10%/4.10%，管理费用率为 3.50%/3.50%/3.50%。
- 3) 公司所得税费用率维持在 25%。

收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
房地产开发					
销售收入（百万元）	28,487	36,415	52,138	64,056	73,664
增长率	24.3%	27.8%	43.2%	22.9%	15.0%
毛利率	25.6%	26.7%	28.2%	28.5%	28.5%
现代服务业					
销售收入（百万元）					
增长率	56.2%	53.1%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率	35.2%	38.0%	40.0%	40.0%	40.0%
3D 打印和生物医药					
销售收入（百万元）					
增长率	29.5%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	73.4%	68.6%	70.0%	70.0%	70.0%
其他业务					
销售收入（百万元）					

增长率	49.1%	-52.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	52.4%	44.8%	44.8%	44.8%	44.8%
合计	30,821	39,194	55,599	68,234	78,474
增长率	25.5%	27.2%	41.9%	22.7%	15.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议：维持买入评级，目标价 8.30 元

PE 估值：维持买入评级，调整目标价至 8.30 元（原目标价为 8.35 元）。由于股本数调整，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测至 1.66/2.10/2.47 元（原预测为 1.67/2.11/2.49 元）。可比公司 2020 年估值为 5X，我们给予公司 2020 年 5X 的 PE，对应目标价 8.30 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	25,187	25,953	22,240	27,294	31,389	营业收入	30,821	39,194	55,599	68,234	78,474
应收票据及应收账款	1,543	2,105	2,552	3,404	3,911	营业成本	22,268	28,091	39,169	47,947	55,178
预付账款	7,369	9,035	11,366	15,331	17,255	营业税金及附加	1,334	1,811	2,502	3,071	3,531
存货	90,444	128,737	156,676	191,789	220,714	营业费用	1,603	1,606	2,280	2,798	3,217
其他	11,415	17,319	15,701	21,147	24,006	管理费用及研发费用	1,270	1,360	2,002	2,456	2,825
流动资产合计	135,957	183,149	208,535	258,964	297,275	财务费用	581	760	1,753	2,119	2,448
长期股权投资	4,899	6,559	7,215	7,936	8,730	资产减值损失	182	311	(5)	0	0
固定资产	1,626	3,116	2,996	2,871	2,746	公允价值变动收益	(125)	137	(13)	(0)	41
在建工程	1,084	1,153	2,258	3,364	4,470	投资净收益	83	109	179	727	863
无形资产	509	719	675	630	585	其他	29	55	34	39	43
其他	6,805	7,193	5,491	5,491	5,491	营业利润	3,569	5,556	8,098	10,609	12,220
非流动资产合计	14,923	18,741	18,635	20,292	22,021	营业外收入	68	80	65	71	72
资产总计	150,881	201,890	227,170	279,256	319,296	营业外支出	259	45	70	80	80
短期借款	8,322	6,246	20,288	29,849	44,355	利润总额	3,377	5,590	8,093	10,600	12,212
应付票据及应付账款	7,446	16,427	16,283	21,335	26,586	所得税	881	1,432	2,023	2,650	3,053
其他	67,707	101,928	107,129	136,283	155,393	净利润	2,496	4,159	6,070	7,950	9,159
流动负债合计	83,474	124,601	143,700	187,467	226,335	少数股东损益	272	700	1,032	1,590	1,649
长期借款	22,448	23,827	23,827	23,827	23,827	归属于母公司净利润	2,224	3,459	5,038	6,360	7,511
应付债券	16,082	12,459	12,459	14,100	8,000	每股收益(元)	0.73	1.14	1.66	2.10	2.47
其他	1,783	1,883	1,841	1,829	1,850						
非流动负债合计	40,313	38,169	38,126	39,756	33,676						
负债合计	123,788	162,770	181,826	227,223	260,011						
少数股东权益	11,334	19,907	20,939	22,529	24,178						
股本	2,984	3,013	3,035	3,035	3,035						
资本公积	595	1,580	1,711	1,711	1,711						
留存收益	7,671	10,051	15,089	20,189	25,792						
其他	4,510	4,570	4,570	4,570	4,570						
股东权益合计	27,093	39,121	45,344	52,034	59,285						
负债和股东权益总计	150,881	201,890	227,170	279,256	319,296						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,496	4,159	6,070	7,950	9,159
折旧摊销	115	164	170	170	170
财务费用	581	760	1,753	2,119	2,448
投资损失	(83)	(109)	(179)	(727)	(863)
营运资金变动	(13,896)	(10,405)	(17,787)	(12,556)	(11,015)
其它	11,248	9,264	1,672	(11)	(21)
经营活动现金流	462	3,833	(8,301)	(3,056)	(122)
资本支出	(1,873)	(1,920)	(1,105)	(1,106)	(1,106)
长期投资	(3,927)	(1,400)	(656)	(721)	(794)
其他	(4,211)	(6,332)	170	726	906
投资活动现金流	(10,011)	(9,652)	(1,592)	(1,101)	(993)
债权融资	18,250	6,098	(6,262)	3,028	(4,939)
股权融资	115	1,014	153	0	0
其他	3,002	(146)	12,288	6,183	10,150
筹资活动现金流	21,366	6,966	6,180	9,211	5,211
汇率变动影响	(2)	5	-0	-0	-0
现金净增加额	11,815	1,152	(3,713)	5,054	4,096

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.5%	27.2%	41.9%	22.7%	15.0%
营业利润	96.2%	55.7%	45.8%	31.0%	15.2%
归属于母公司净利润	62.8%	55.5%	45.6%	26.2%	18.1%
获利能力					
毛利率	27.8%	28.3%	29.6%	29.7%	29.7%
净利率	7.2%	8.8%	9.1%	9.3%	9.6%
ROE	14.7%	19.8%	23.1%	23.6%	23.2%
ROIC	4.7%	5.3%	7.2%	8.0%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	82.0%	80.6%	80.0%	81.4%	81.4%
净负债率	102.7%	79.1%	94.1%	96.3%	93.7%
流动比率	1.63	1.47	1.45	1.38	1.31
速动比率	0.53	0.44	0.36	0.36	0.34
营运能力					
应收账款周转率	26.8	22.3	24.8	23.8	22.3
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
每股指标(元)					
每股收益	0.73	1.14	1.66	2.10	2.47
每股经营现金流	0.15	1.27	-2.74	-1.01	-0.04
每股净资产	5.19	6.33	8.04	9.72	11.57
估值比率					
市盈率	7.2	4.6	3.2	2.5	2.1
市净率	1.0	0.8	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.9	6.5	4.2	3.3	2.8
EV/EBIT	10.1	6.7	4.3	3.3	2.9

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

