

## 完成销售目标仍可期待，增厚优质土地储备

### 投资要点

- **10月销售稳健增长，全年目标仍有望完成。**10月实现合同销售金额200.2亿元，同比增长5.2%；实现销售面积137万平，同比增长13.9%；销售均价达15783元/平，同比下降7.6%。2020年1-10月累计完成销售金额1743.7亿元，同比增长13%，环比增长11.9%；销售面积1157万平，同比增长13.5%，环比增长25.4%；销售均价达16881元/平，同比下降0.4%、环比下降10.7%。2020年1-10月完成全年目标75%，2020年下半年可售资源超2800亿元，其中88%位于一、二线及准二线城市，公司仍有望完成全年2300亿销售目标。
- **坚定聚焦一二线，增厚核心优质土储。**公司10月新增土储26万平，对应拿地金额35亿，对应楼面价13462元/平；1-10月累计新增土储654万平，同比下降12.5%；对应拿地金额513亿元，同比增长29.2%；对应楼面价7844元/平，同比增长47.6%。公司土地货值集中在一、二线城市的土地市场，我们认为公司正加大一、二线优质城市或优质区块的布局力度。
- **盈利预测与评级。**预计公司2020-2022年三年归母净利润将保持21.5%的平均复合增长率，考虑到公司持续稳定的盈利能力，业务指标和风险指标较为均好平衡，物业和商业板块发展强劲，我们维持公司目标价为8.64港元，即7.34元人民币，相当于2020年业绩7.2倍PE估值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售回款不及预期；竣工交付不及预期；多元业务发展不及预期等。

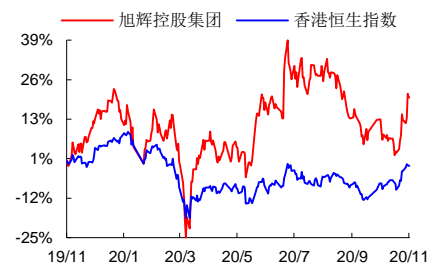
指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	42368	54766	68635	83211	99253
增长率	33%	29%	25%	21%	19%
归属母公司净利润(百万元人民币)	5409	6437	8041	9657	11538
增长率	12%	19%	25%	20%	19%
每股收益 EPS	0.69	0.82	1.02	1.22	1.46
净资产收益率	23%	23%	26%	24%	24%
PE	7.07	6.02	4.82	4.01	3.36

数据来源：公司资料，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：沈猛  
执业证号：S1250519080004  
电话：021-58351679  
邮箱：smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

52周区间(港元)	4.18-7.38
3个月平均成交量(百万)	12.41
流通股数(亿)	82.20
市值(亿)	516.21

### 相关研究

1. 旭辉控股集团 (0884.HK)：均好实现品质增长，生态平台协同发力 (2020-08-30)
2. 旭辉控股集团 (0884.HK)：均衡均好增长，发力商办和物管 (2020-03-30)

**附：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	42,368	54,766	68,635	83,211	99,253	税前利润	5,409	9,041	11,825	13,796	15,591
毛利	10,613	13,754	17,153	21,041	25,468	税项	-1,347	-3,533	-4,098	-4,059	-4,850
EBIT	10,079	13,366	17,774	19,383	22,916	营运资本变动	-6,401	-20,276	-3,834	1,243	-6,816
财务收入(费用)	369	728	793	1,032	1,240	经营现金流量	-2,339	-14,768	3,892	10,980	3,924
联营公司	1,607	918	1,030	2,496	1,886	资本开支	46	-1,284	-880	-880	-880
非经常性项目	0	0	0	0	0	自由现金流量	-2,385	-13,483	4,772	11,860	4,804
税前利润	11,317	13,556	18,011	20,848	23,562	股息	-1,602	0	-1,608	-1,931	-2,308
税项	4,199	4,515	6,186	7,052	7,970	其他非流动资产变动	24,592	18,091	10,000	10,000	10,000
非控股权益	1,709	2,604	3,784	4,139	4,054	股本变动	175	14	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	1	其他	31,047	32,218	14,025	2,906	13,753
净利润(归属母公司)	5,409	6,437	8,041	9,657	11,538	净现金流量	13,951	13,925	22,947	20,000	24,800
						期初净现金(负债)	29,787	43,328	57,253	80,200	100,200
						期末净现金(负债)	43,328	57,253	80,200	100,200	125,000

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	43,328	57,253	80,200	100,200	125,000	增长(%)					
应收账款	645	2,671	2,059	2,496	2,978	收入	33	29	25	21	19
存货	94,376	130,756	159,596	186,511	206,597	EBITDA	(1)	32	34	13	17
其他流动资产	69,001	89,422	111,018	126,278	150,195	EBIT	(1)	33	33	9	18
物业、厂房及设备	17,295	18,579	18,579	18,579	18,579	净利润	16	27	31	17	13
无形资产	0	121	0	0	0	每股盈利	12	17	25	20	19
其他非流动资产	16,416	23,898	24,829	24,829	24,829	利润率(%)					
总资产	241,061	322,700	396,281	458,894	528,178	毛利	25	25	25	25	26
应付账款	10,306	16,202	20,593	27,977	33,203	EBITDA	24	24	26	24	24
短期借款	13,396	21,138	28,357	25,258	33,798	EBIT	24	24	26	23	23
其他流动负债	54,020	65,601	84,101	110,573	143,014	净利润	17	17	17	17	16
长期借款	64,469	82,560	92,560	102,560	112,560	其他比率					
递延税项负债	0	0	-8	-16	-24	ROE(%)	23	23	26	24	24
其他非流动负债	3,802	3,168	3,368	3,368	3,368	ROA(%)	4	3	3	3	3
总负债	191,615	255,484	318,970	369,719	425,919	净负债率	70	69	53	31	21
股本	7,793	7,897	7,897	7,897	7,897	利息覆盖率(倍)	27	18	23	20	19
储备	24,978	29,526	35,837	43,563	52,593	应收账款周转天数	5	11	12	10	10
股东权益	25,604	30,165	36,477	44,202	53,232	应付账款周转天数	64	87	96	105	111
非控股权益	23,604	37,050	40,834	44,973	49,027	存货周转天数	783	988	1015	1002	959
总权益	49,446	67,216	77,311	89,175	102,259	有效税率(%)	37	33	34	34	34
净现金(负债)											

数据来源：公司资料，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn	
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn