

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 传承制造业基因，充裕土储带来可观增长空间

**跨越千亿规模，在手土储充裕。**2019 年全年，公司实现合同销售金额 1012.3 亿元，同比增长 28.1%；对应的已售合同面积 1002.3 万平方米，同比增长 26.8%。2015-2019 年公司合同销售金额 CAGR 达 74%，销售规模实现跨越式增长。与此同时，公司拥有充裕的土储作为未来销售的安全垫。截止至 19 年年中，公司拥有 5251 万方土储，对应货值约 5500 亿元，单方拿地成本为 2677 元/平米，为 2019 年销售均价的 26.5%。此外，公司自 19 年上半年起聚焦城市升级，上半年新增土地储备约 1254 亿货值，其中 74% 位于一线、二线城市，提高城市能级，新进入了上海、天津、杭州、武汉等城市。

**传承美的制造业基因，低成本融资凸显优势。**公司创立于 2004 年，沿袭美的集团的制造业、科技基因，坚持“房地产+产业”定位，形成了一主两翼的战略布局。此外，得益于美的集团的背书，公司主体 AAA 评级，截止至 2019 年年中，公司的加权融资成本仅为 5.95%，与各大民营房企相比具备明显优势；存量债务总规模为 542 亿元，以银行贷款为主，为 67%；一年以内到期的债务占比 21%，较 18 年底下降 13pct，债务结构合理；公司的净负债率为 95.6%，处于合理区位。**业绩进入释放期，与股东分享公司收益。**2019H1 公司实现营业收入 142 亿元，归母净利润 17.69 亿元，分别同比增长 34.2%、20.1%，归母净利率为 12.5%。过去几年快速增长的销售金额保障了公司未来业绩增速，截止至 19H1，公司未结转货值达 745 亿。同时，我们预计公司在未来几年将保持 40% 的分红比例，以 2020 年 1 月 17 日收盘价测算，其 2019 年分红对应的股息率达到 7%，收益可观。

首次覆盖，预计公司 2019、20、21 年 EPS 为 3.78、5.13、6.60 元，对应的 PE 为 5.7、4.2、3.3 倍。**考虑到公司充沛的土地储备、具备优势的融资成本以及可观的股息收益率，给予公司买入评级。**

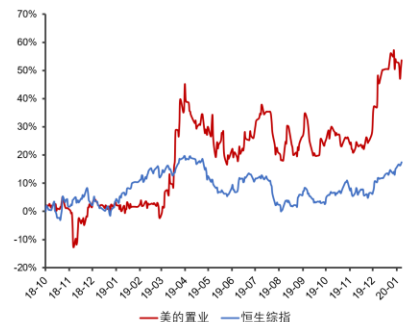
风险提示：重点布局城市销售不及预期；结转速度低于预期

### 股票数据

2020/01/17

6 个月目标价 (港元)	29
收盘价 (港元)	24.4
股价区间 (港元)	15.5-25.3
总市值 (十亿港元)	30.03
总股本 (百万股)	1231
A 股 (百万股)	0
B 股/H 股 (百万股)	0/1231
日均成交量 (百万股)	1.43

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	12%	20%	60%
相对收益	6%	12%	52%

### 相关报告

《中南建设 (000961.SZ): 业绩预增超行权承诺，长期业绩高增确定性强》

-20200115

《东北证券房地产周报: 保利地产业绩超预期，继续看好板块收益》

-20200114

### 证券分析师: 张云凯

执业证书编号: S0550519080009

### 研究助理: 沈路遥

执业证书编号: S0550118070032

### 联系人: 吴胤翔

执业证书编号: S0550119080063

021-20363213 wuyx@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,717	30,120	42,770	57,740	76,967
(+/-)%	47.7%	70.0%	42.0%	35.0%	33.3%
归属母公司净利润	1,912	3,210	4,358	5,917	7,576
(+/-)%	89.8%	67.9%	41.7%	35.3%	28.5%
每股收益 (元)	2.54	3.08	3.78	5.13	6.60
市盈率	8.51	7.02	5.72	4.21	3.28
市净率	2.61	1.65	1.20	0.93	0.70
净资产收益率 (%)	30.7%	23.5%	21.0%	22.1%	21.2%
股息收益率 (%)	-	4.9%	7.0%	9.5%	12.2%
总股本 (百万股)	-	1190	1231	1231	1231

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	15,439	16,159	17,644	20,673	净利润(含少数股东权益)	3,287	4,656	6,320	8,120
交易性金融资产	1,257	592	651	717	净利润(不含少数股东权益)	3,210	4,358	5,917	7,576
其他短期投资	3,066	672	740	814	营运资本变动	-17,926	20,685	7,794	10,027
应收款项合计	29,305	39,056	42,901	47,129	债务增加	44,754	10,974	2,529	2,590
存货	108,306	164,665	181,132	199,245					
<b>流动资产合计</b>	<b>166,831</b>	<b>232,297</b>	<b>255,335</b>	<b>282,071</b>	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-16,615</b>	<b>14,302</b>	<b>6,387</b>	<b>12,737</b>
固定资产净值	6,522	6,922	8,999	11,698	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1,273</b>	<b>2,364</b>	<b>2,480</b>	<b>2,602</b>
权益性投资	1,865	5,597	7,276	9,459	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>13,207</b>	<b>16,864</b>	<b>9,247</b>	<b>10,213</b>
商誉及无形资产	35	208	229	252	现金增加额	-4,478	720	1,485	3,029
土地使用权	456	506	557	613	现金期初余额	19,917	15,439	16,159	17,644
其他非流动资产	919	1,619	1,781	1,959	<b>现金期末余额</b>	<b>15,439</b>	<b>16,159</b>	<b>17,644</b>	<b>20,673</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,489</b>	<b>15,706</b>	<b>19,781</b>	<b>25,014</b>					
<b>资产总计</b>	<b>177,319</b>	<b>248,003</b>	<b>275,116</b>	<b>307,085</b>	财务与估值指标				
应付账款及票据	15,794	18,969	20,866	22,952		2018A	2019E	2020E	2021E
应交税金	6,950	9,431	9,902	10,397	<b>每股指标</b>				
短期借贷	16,601	13,791	14,480	15,204	每股收益(元)	3.08	3.78	5.13	6.60
其他流动负债	79,921	121,857	134,043	147,447	每股净资产(元)	13.12	18.05	23.22	31.06
<b>流动负债合计</b>	<b>119,266</b>	<b>164,047</b>	<b>179,291</b>	<b>196,001</b>	每股经营性现金流量(元)	-13.96	11.62	5.19	10.35
长期借款	32,908	46,693	48,532	50,398	<b>成长性指标</b>				
其他长期负债	1,561	1,927	2,313	2,775	营业收入增长率	70.0%	42.0%	35.0%	33.3%
<b>长期负债合计</b>	<b>34,469</b>	<b>48,620</b>	<b>50,845</b>	<b>53,173</b>	净利润增长率	67.8%	41.7%	35.7%	28.5%
<b>负债合计</b>	<b>153,735</b>	<b>212,667</b>	<b>230,136</b>	<b>249,174</b>	<b>盈利能力指标</b>				
归属于母公司股东权益合计	16,157	22,217	28,581	38,232	毛利率	32.7%	32.0%	31.0%	30.0%
少数股东权益	7,428	13,119	16,399	19,679	净利率	10.7%	10.9%	10.9%	10.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>177,319</b>	<b>248,003</b>	<b>275,116</b>	<b>307,085</b>	<b>运营效率指标</b>				
					应收账款周转率(次)	1.62	1.25	1.41	1.71
					存货周转率(次)	0.24	0.21	0.23	0.28
					<b>偿债能力指标</b>				
					资产负债率	86.7%	85.8%	83.7%	81.1%
					流动比率	139.9%	141.6%	142.4%	143.9%
					速动比率	49.1%	41.2%	41.4%	42.3%
					<b>费用率指标</b>				
					销售费用率	5.1%	5.7%	5.8%	5.9%
					管理费用率	7.6%	7.3%	7.3%	7.3%
					财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
					<b>分红指标</b>				
					分红比例	39.8%	40.0%	40.0%	40.0%
					股息收益率	4.9%	7.0%	9.5%	12.2%
					<b>估值指标</b>				
					P/E(倍)	7.02	5.72	4.21	3.28
					P/B(倍)	1.65	1.20	0.93	0.70
					P/S(倍)	2.75	1.93	1.43	1.07
					净资产收益率	23.47%	20.96%	22.11%	21.24%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，三年半信托公司一线业务从业经验，2017年加入东北证券研究所，现任房地产组组长。

沈路遥，同济大学土木工程专业学士、硕士，一年房地产开发行业从业经验，2018年加入东北证券研究所。

吴胤翔，同济大学土木工程专业硕士，2019年加入东北证券研究所。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn