

**投资评级 优于大市 维持**

## 经营业绩向好，销售实现高增长

### 股票数据

4月3日收盘价(港元)	3.34
52周股价波动(港元)	2.63-4.38
总股本/流通H股(亿股)	41.26/41.26
总市值/流通市值(亿港元)	168/168

### 相关研究

《营业收入稳步增长，债务结构实现优化》  
 2019.08.23

### 市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.0	12.1	21.4
相对涨幅(%)	7.1	20.1	25.7

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:

- 归母核心净利润稳步增长，受限价影响毛利率下滑。**公司实现总营业收入人民币213.70亿元，较上年同期增长20.17%。其中物业销售部分收入为人民币204.53亿元，占比高达95.7%。公司实现股东应占净利润人民币35.10亿元，同比增长3.69%；股东应占核心净利润为人民币26.50亿元，同比增长20.47%。毛利率为27.60%，较上年同期下降7.0个百分点，主要因为限价政策影响项目平均销售单价。净利润率为16.4%，较上年同期下降2.6个百分点。董事会建议宣派末期股息每股普通股港币14分。
- 合同销售金额805.01亿元，同比增长57%。**2019年，公司实现累计合同销售金额人民币805亿元，同比增长56.7%；实现合同销售面积632万平，同比增长52.4%。2019年销售金额按城市等级划分，一线、二线、三四线占比分别为13.2%、53.3%、33.5%。
- 聚焦核心区域，积极扩充土地储备。**2019年，公司新增46个项目，其中包括厦门、北京、济南、南昌、天津、杭州、苏州及重庆等城市，总土地成本约为人民币477.25亿元，公司应占土地成本约为人民币301.55亿元。截至2019年末，公司及其合营和联营公司共有土地储备总规划建筑面积为3209万平方米，公司应占总规划建筑面积为1852万平方米，分布在47个城市。
- 净负债率保持平稳，在手现金充裕。**截至2019年底，公司资产负债率79.73%，较上年同期增加1.54个百分点；公司净负债率为60.0%，较上年同期下降0.4个百分点。报告期末，公司现金及银行存款结余人民币238.99亿元，同比增长19.7%。
- 投资建议：维持“优于大市”评级。**我们预计2020和2021年公司实现归母净利润人民币41.36亿元和47.60亿元，以上收入和净利润对应的2020、2021年EPS分别为人民币0.99、1.14元。公司2019年签约销售金额保持高增长，土地投资布局城市群，一二线占比达到76%，净负债率保持低位，整体经营向好。截止2020年04月03日，公司收盘于3.34港元（人民币3.06元），对应2020、2021年PE分别为3.10倍、2.69倍，对应20年PEG值仅0.19。我们给予公司2020年5-6XPE，合理价值区间在5.39-6.47港元（人民币4.95-5.93元），维持“优于大市”评级。
- 全文1人民币=1.0901港元。**
- 风险提示：**公司结算进展不及预期；毛利率下行风险；行业面临基本面下行风险。

### 主要财务数据及预测

货币为人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17782.89	21369.80	26360.52	32400.03	39192.29
(+/-) YoY (%)	10.42%	20.17%	23.35%	22.91%	20.96%
净利润(百万元)	3385.28	3510.05	4136.29	4760.05	5368.00
(+/-) YoY (%)	19.20%	3.69%	17.84%	15.08%	12.77%
全面摊薄EPS(元)	0.81	0.84	0.99	1.14	1.28
毛利率(%)	34.60%	27.57%	25.00%	24.50%	24.00%
净资产收益率(%)	21.87%	20.00%	19.00%	18.00%	16.90%

资料来源：公司2018年年报及2019年业绩公告，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

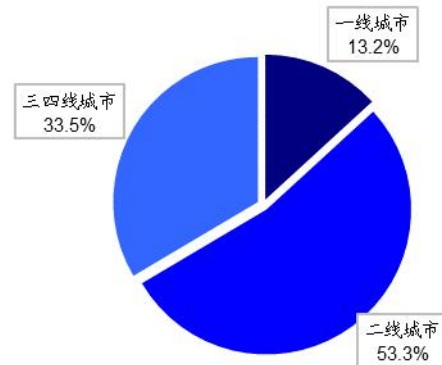
**表 1 公司 2019 年综合经营指标**

单位货币: 人民币百万元	2019	2018	同比变动
营业收入	21369.80	17782.89	20.17%
物业销售	20452.82	17224.70	18.74%
物业管理费	458.07	336.68	36.05%
项目管理收入	174.31	90.55	92.51%
租金收入	284.60	130.96	117.32%
毛利	5891.87	6146.60	-4.14%
股东应占净利润	3510.05	3385.28	3.69%
股东应占核心净利润	2650.33	2200.04	20.47%
每股基本收益 (人民币分)	84.90	87.80	-3.30%
每股稀释收益 (人民币分)	83.40	86.00	-3.02%
毛利率	27.57%	34.60%	下降 7.0 个百分点
净利润率	16.43%	19.04%	下降 2.6 个百分点
归母核心净利润率	12.40%	12.37%	上升 0.03 个百分点
净负债比率	60.00%	60.40%	下降 0.4 个百分点
银行结余及现金	23898.66	19972.82	19.66%

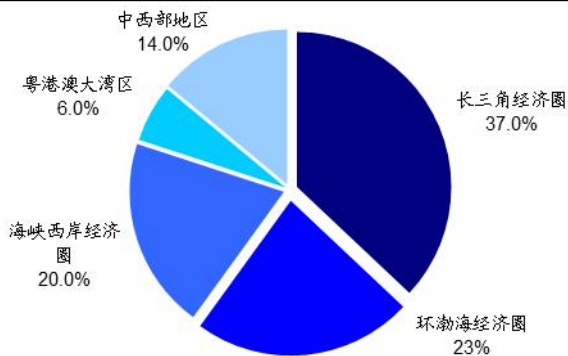
资料来源: 公司 2018 年年报及 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

**图 1 公司近年销售金额**


资料来源: 公司 2013-2018 年年报及 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

**图 2 2019 年销售金额按城市等级划分**


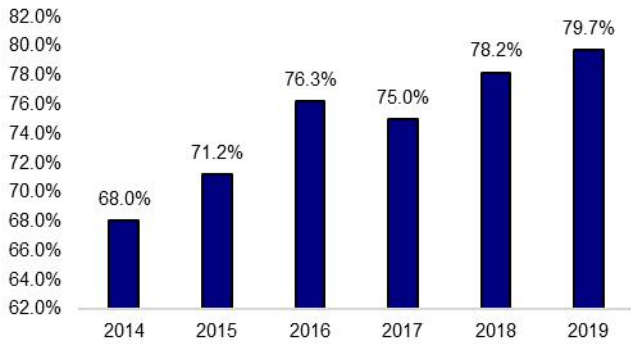
资料来源: 公司 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

**图 3 2019 年总土地储备占比 (按区域划分)**


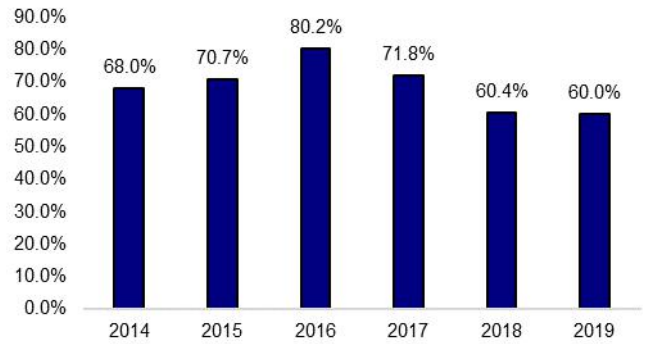
资料来源: 公司 2019 年业绩会 ppt, 海通证券研究所

**图 4 公司土地储备情况 (万平方米)**


资料来源: 公司 2013-2018 年年报及 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

**图 5 公司资产负债率 (%)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图 6 公司净负债比率 (%)**


资料来源: 公司 2014-2018 年年报及 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

**表 2 营业总收入测算表 (百万元人民币)**

项目	2019	2020E	2021E	2022E
房地产开发收入	20453	25070	30683	36976
增速	18.7%	22.6%	22.4%	20.5%
租金收入	285	427	555	721
增速	117.3%	50.0%	30.0%	30.0%
物业管理服务收入	458	550	660	792
增速	36.1%	20.0%	20.0%	20.0%
项目管理收入	174	314	502	703
增速	92.5%	80.0%	60.0%	40.0%
营收合计	21370	26361	32400	39192
营收增速	20.2%	23.4%	22.9%	21.0%
毛利率	27.57%	25.00%	24.50%	24.00%

资料来源: 公司 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

**表 3 盈利预测表 (百万元人民币)**

	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	21370	26361	32400	39192
销售成本	15478	19770	24462	29786
毛利	5892	6590	7938	9406
其他收入-净额	145	150	170	190
营业开支	2225	2695	3317	3990
其中: 销售费用	516	621	770	929
管理费用	1616	1971	2432	2938
研发费用	0	0	0	0
其他费用	92	103	115	123
经营利润	3813	4045	4791	5607
加: 财务收入	325	201	215	240
减: 财务费用	526	560	582	634
加: 权益性投资损益	154	1266	1473	1618
其他非经营性损益	2088	2100	2200	2300
除所得税前利润	5854	7052	8097	9131
减: 所得税	1831	2186	2510	2831
合并报表净利润	4023	4866	5587	6300
归属于母公司所有的净利润	3510	4136	4760	5368
少数股东权益	513	730	827	932

资料来源: 公司 2019 年业绩公告, 海通证券研究所

表 4 市场可比公司估值情况 (按 2020 年 04 月 03 日收盘价计算)

公司	收盘价 (港元每股)	收盘价 (人民币元每股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG 20
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
融创中国	35.35	32.43	5.92	7.06	8.69	5.48	4.59	3.73	0.22
合景泰富	11.26	10.33	3.09	2.01	2.39	3.34	5.14	4.32	(0.43)
龙光地产	11.86	10.88	1.99	2.39	2.96	5.47	4.55	3.68	0.21
碧桂园	9.19	8.43	1.79	2.17	2.52	4.71	3.88	3.35	0.21
平均						4.75	4.54	3.77	0.05

资料来源: 中骏 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

备注: PEG 的 G 按照预测的 2018-2020 年净利润年化复合增速计算。汇率为 1 元人民币=1.0901 港元。

## 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	19151	21000	22000	26000	销售收入	21370	26361	32400	39192
交易性金融资产	665	715	765	815	销售成本	15478	19770	24462	29786
应收账款及票据	15022	18829	23019	27895	毛利	5892	6590	7938	9406
存货	57158	70609	81540	93082	其他收入-净额	145	150	170	190
其他流动资产	4748	6567	7919	9726	营业开支	2225	2695	3317	3990
<b>流动资产合计</b>	<b>96744</b>	<b>117720</b>	<b>135243</b>	<b>157518</b>	其中: 销售费用	516	621	770	929
长期股权投资	9900	14900	19900	24900	管理费用	1616	1971	2432	2938
固定资产	14419	16342	18555	21056	研发费用	0	0	0	0
无形资产	3	3	3	3	其他费用	92	103	115	123
<b>非流动资产合计</b>	<b>52638</b>	<b>61661</b>	<b>71174</b>	<b>81074</b>	<b>经营利润</b>	<b>3813</b>	<b>4045</b>	<b>4791</b>	<b>5607</b>
<b>资产总额</b>	<b>149382</b>	<b>179381</b>	<b>206417</b>	<b>238592</b>	加: 财务收入	325	201	215	240
短期借款	12295	10138	873	3699	减: 财务费用	526	560	582	634
交易性金融负债	0	0	0	0	加: 权益性投资损益	154	1266	1473	1618
应付账款及票据	14960	18829	24462	29786	其他非经营性损益	2088	2100	2200	2300
应交税金	2953	3713	4535	5497	<b>除所得税前利润</b>	<b>5854</b>	<b>7052</b>	<b>8097</b>	<b>9131</b>
应付股利	0	0	0	0	减: 所得税	1831	2186	2510	2831
其他流动负债	54841	65901	77760	86223	合并报表净利润	4023	4866	5587	6300
<b>流动负债合计</b>	<b>85049</b>	<b>98582</b>	<b>107630</b>	<b>125205</b>	<b>归属于母公司所有的净利润</b>	<b>3510</b>	<b>4136</b>	<b>4760</b>	<b>5368</b>
长期借款	29782	38782	48782	54782	少数股东权益	513	730	827	932
应付债券	0	2000	4000	6000					
其他非流动负债	4265	4865	5265	5565					
<b>非流动负债合计</b>	<b>34047</b>	<b>45647</b>	<b>58047</b>	<b>66347</b>					
归属于母公司权益总额	17579	21715	26475	31843					
少数股东权益	12707	13437	14264	15196					
<b>股东权益合计</b>	<b>30286</b>	<b>35152</b>	<b>40739</b>	<b>47040</b>					
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>149382</b>	<b>179381</b>	<b>206417</b>	<b>238592</b>					
					现金流量表 (人民币百万元)				
						2019	2020E	2021E	2022E
					净利润	-	4866	5587	6300
					折旧与摊销	-	77	88	99
					营运资本变动	-	-3388	1841	-3475
					其他非现金调整	-	-2807	-3091	-3285
					<b>经营活动现金流</b>	<b>-</b>	<b>-1251</b>	<b>4425</b>	<b>-360</b>
					资产	-	2100	2200	2300
					投资	-	-5784	-5877	-6032
					其他	-	-1500	-1900	-2100
					<b>投资活动现金流</b>	<b>-</b>	<b>-5184</b>	<b>-5577</b>	<b>-5832</b>
					股权募资	-	0	0	0
					债券募资	-	11000	12000	8000
					其他	-	-2716	-9847	2191
					<b>融资活动现金流</b>	<b>-</b>	<b>8284</b>	<b>2153</b>	<b>10191</b>
					<b>现金净流量</b>	<b>3636</b>	<b>1849</b>	<b>1000</b>	<b>4000</b>
主要财务指标									
	2019	2020E	2021E	2022E					
<b>每股指标 (元)</b>									
每股收益	0.84	0.99	1.14	1.28					
每股净资产	4.20	5.19	6.33	7.61					
每股经营现金流	0.00	-0.30	1.06	-0.09					
<b>盈利能力指标 (%)</b>									
毛利率	27.6%	25.0%	24.5%	24.0%					
净利润率	16.4%	15.7%	14.7%	13.7%					
净资产收益率	20.0%	19.0%	18.0%	16.9%					
资产回报率	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%					
<b>偿债能力指标</b>									
资产负债率	79.7%	80.4%	80.3%	80.3%					
流动比率	1.14	1.35	1.34	1.34					
速动比率	0.47	0.48	0.50	0.51					
现金比率	0.23	0.21	0.20	0.21					
<b>经营效率指标</b>									
应收帐款周转率	1.42	1.40	1.41	1.41					
存货周转率	0.27	0.28	0.30	0.32					
总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.16					

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,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,新潮中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,光明地产,中华企业,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,华发股份,中国海外发展,金融街,龙湖集团,招商蛇口,金地集团,蓝光发展,电子城,融信中国,天保基建,外高桥,北辰实业

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。