业绩高增长持续兑现，销售增速领跑龙头房企

东方证券 ORIENT SECURITIES

事件

- 公司发布正面盈利预告，2019 年归母净利润预计同比增长超过 50%。

核心观点

- **业绩高增长持续兑现，销售增速领跑龙头房企。**公司发布正面盈利预告，其 2019 年归母净利润预计将实现同比超过 50%的增长。公司自 2017 年来，销售端的跨越式增长逐步开始传导至业绩端，已连续 3 年实现 50%以上的业绩增速。与此同时，公司在 2019 年实现了 5562 亿元的销售金额，同比增长 21%，突破 5000 亿销售规模的同时进一步巩固了全国第四的行业地位，在整体市场情况一般的 2019 年仍实现了销售端的高增长，增速领跑 TOP5 龙头房企。我们认为，公司在销售端仍然维持较好的成长性，未来将确保其业绩增长的持续性，公司业绩端的高增长仍后劲十足。
- **投资端优势显著，多元化拿地各显神通。**截止至 2019 年 9 月公司累计获取项目 176 个，其中通过公开市场招拍挂获取的项目仅 72 个，占比 40%；通过一二级联动获取 12 个项目；通过并购获取 51 个项目；通过合作获取 34 个项目。其中在 11 月收购云南城投优质资产包，一次性获得了接近 2600 亿可售货值，同时收购楼面价仅 1794 元/平。我们认为今年一季度受疫情影响，中小房企现金流面临严峻考验，后续在收并购市场的潜在机会将会远多于前几年，融创收并购拿地模式的竞争优势在当前的市场环境中将会越发明显。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 50.60 港元（原目标价为 52.46 港元）。**我们预测公司 2019-2021 年核心净利润每股收益为 6.52/8.04/10.28 元。可比公司 2019 年 PE 估值为 7X，我们给予公司 2019 年 PE 倍数 7X，对应目标价 45.64 元，由于汇率因素，折合目标价调整至 50.60 港元（1 港元=0.902 人民币）。

风险提示

- 房地产销售规模不及预期。布局城市调控政策力度超预期。
- 土地储备的拓展不及预期。其他收入及收益等非经常性损益的大幅波动。

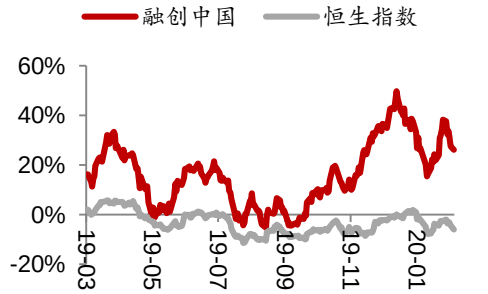
公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	65,874	124,746	191,206	241,484	318,231
同比增长	80.8%	88.1%	55.3%	26.6%	32.7%
营业利润（百万元）	13,628	31,136	52,366	65,203	83,573
同比增长	181.1%	128.5%	68.2%	24.5%	28.2%
归属母公司净利润（百万元）	11,004	16,567	28,923	35,613	45,512
同比增长	344.0%	50.6%	74.6%	23.1%	27.8%
核心归母净利润每股收益(元)	2.76	3.79	6.52	8.04	10.28
毛利率	20.7%	25.0%	27.4%	27.0%	26.3%
净利率	16.7%	13.3%	15.1%	14.7%	14.3%
净资产收益率	32.8%	32.9%	42.5%	39.1%	38.3%
市盈率（倍）	9.0	10.8	5.2	4.2	3.3
市净率（倍）	0.6	2.5	1.9	1.4	1.1

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，对应核心归母净利润。

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价（2020 年 2 月 24 日）	41.20 港币
目标价格	50.60 港币
52 周最高价/最低价	49.55/30.20 元
总股本/流通港股（百万股）	4645/4645
港股市值（亿港元）	1914
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020 年 2 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	-8.3%	4.8%	8.9%	20.1%
相对表现（%）	-4.3%	6.1%	9.5%	27.5%
恒生指数（%）	-4.1%	-1.3%	-0.6%	-7.4%



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 房诚琦
021-63325888*6212
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

收购云南城投资产包，再添约 2400 万方优质土储	2019-11-27
单月销售再创纪录，土地投资张弛有度	2019-10-8
销售维持稳定增长，土储充足布局合理	2019-8-22

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申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	96,719	120,198	200,767	273,371	488,851
应收账款	78,994	75,691	157,290	202,039	265,195
预付账款	0	0	0	0	0
存货	313,768	339,265	327,951	302,682	246,323
其他	10,119	18,084	23,232	26,850	32,110
流动资产合计	**499,601**	**553,238**	709,239	804,942	1,032,480
长期股权投资	58,613	65,497	65,497	65,497	65,497
固定资产	39,263	49,224	85,165	120,738	155,944
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	3,637	16,021	16,021	16,021	16,021
其他	25,625	48,701	48,701	48,701	48,701
非流动资产合计	**123,501**	**163,422**	199,363	234,936	270,142
资产总计	**623,102**	**716,660**	908,602	1,039,879	1,302,622
短期借款	78,673	92,046	85,999	84,351	88,748
应付账款	160,736	155,450	285,424	350,950	538,396
其他	146,299	223,758	260,343	295,831	323,039
流动负债合计	**385,708**	**471,253**	631,765	731,133	950,183
长期借款	140,597	137,364	144,944	150,904	160,904
应付债券	1,660	1,554	1,554	1,554	1,554
其他	34,498	33,383	33,383	33,383	33,383
非流动负债合计	**176,756**	**172,301**	179,881	185,841	195,841
负债合计	**562,464**	**643,553**	811,646	916,974	1,146,024
少数股东权益	7,548	10,744	12,297	14,202	16,629
股本	378	378	378	378	378
资本公积	16,649	14,260	14,260	14,260	14,260
留存收益	26,775	42,198	64,494	88,538	119,805
其他	9,288	5,527	5,527	5,527	5,527
股东权益合计	**60,638**	**73,107**	96,956	122,905	156,598
负债和股东权益	**623,102**	**716,660**	908,602	1,039,879	1,302,622

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	11,004	16,567	28,923	35,613	45,512
折旧摊销	339	992	831	1,199	1,566
财务费用	5,259	13,906	5,733	6,141	6,720
投资损失	2,193	(5,498)	0	0	0
营运资金变动	76,677	30,126	87,342	65,347	183,409
其它	(20,373)	(7,003)	444	76	(685)
经营活动现金流	75,099	49,090	123,273	108,375	236,522
资本支出	(40,938)	(25,706)	(36,772)	(36,772)	(36,772)
长期投资	(76,483)	(3,137)	0	0	0
其他	(2,747)	0	0	0	0
投资活动现金流	(120,169)	(28,843)	(36,772)	(36,772)	(36,772)
债权融资	333	(3,677)	7,580	5,960	10,000
股权融资	10,280	43	(0)	0	0
其他	47,524	(16,300)	(11,250)	(15,880)	(17,854)
筹资活动现金流	58,137	(19,934)	(3,670)	(9,920)	(7,854)
汇率变动影响	53	199	0	0	0
现金净增加额	13,120	511	82,831	61,683	191,897

利润表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	65,874	124,746	191,206	241,484	318,231
营业成本	(52,246)	(93,610)	(138,840)	(176,281)	(234,658)
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	(3,419)	(4,361)	(5,158)	(5,932)	(6,525)
管理费用	(5,559)	(10,842)	(13,399)	(16,923)	(22,301)
财务费用	(4,523)	(2,087)	(4,623)	(4,311)	(3,608)
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(1,994)	4,956	2,376	2,914	3,705
其他	17,227	9,862	9,862	9,862	9,862
营业利润	15,359	28,664	41,423	50,813	64,706
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	15,359	28,664	41,423	50,813	64,706
所得税	(3,695)	(11,219)	(10,356)	(12,703)	(16,176)
净利润	11,664	17,445	31,067	38,110	48,529
少数股东损益	19	(287)	(1,553)	(1,905)	(2,426)
归属于母公司净利润	11,004	16,567	28,923	35,613	45,512
每股收益（元）	2.76	3.79	6.56	8.08	10.33

主要财务比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	80.8%	88.1%	55.3%	26.6%	32.7%
营业利润	181.1%	128.5%	68.2%	24.5%	28.2%
归属于母公司净利润	344.0%	50.6%	74.6%	23.1%	27.8%
获利能力					
毛利率	20.7%	25.0%	27.4%	27.0%	26.3%
净利率	16.7%	13.3%	15.1%	14.7%	14.3%
ROE	32.8%	32.9%	42.5%	39.1%	38.3%
偿债能力					
资产负债率	90.3%	89.8%	89.3%	88.2%	88.0%
净负债率	204.8%	151.5%	32.7%	-29.7%	0.0%
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力					
应收账款周转率	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
存货周转率	0.2	0.4	0.6	0.8	1.3
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
每股指标（元）					
每股收益	2.8	3.8	6.5	8.0	10.3
每股经营现金流	18.2	11.2	28.0	24.6	53.7
每股净资产	10.6	12.9	18.0	23.4	30.5
估值比率					
市盈率	9.0	10.8	5.2	4.2	3.3
市净率	0.6	2.5	1.9	1.4	1.1

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

本研究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。

本研究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备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，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
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn