

# 业绩高增销售稳健，积极拿地谋发展

——2020 年中报点评

## 核心观点

- **业绩维持高增长, 利润率有所提升。**公司 2020 年上半年实现营业收入 103.1 亿元, 同比增长 95.7%, 实现归母净利润 8.7 亿元, 同比增长 40.4%。公司收入增长主要源于结转规模的上升, 归母净利润增速低于营收增速主要由于投资收益的减少, 投资收益由去年同期 3.6 亿降至 1.8 亿, 同比减少 48.7%。利润率稳中有升, 上半年毛利率为 36.4%, 较 2019 年末提升 1.3 个百分点; 归母净利率 8.4%, 较 2019 年提升 1.9 个百分点。少数股东损益占比为 44.9%, 较 2019 年末下降 14 个百分点。
- **销售同比增长, 积极拿地补充土储。**公司 2020 年上半年地产销售金额 547 亿元, 同比增长 5.9%, 根据克而瑞统计数据, 公司位列 2020 年上半年杭州房企销售第一名, 疫情期间销售保持稳定增长。土地投资方面, 公司上半年抓住窗口期积极拿地, 于杭州、苏州、嘉兴、宁波新增项目 20 个, 成功开拓苏州市场, 新增土储计容建筑面积 313.9 万平方米, 平均楼面价约 16700 元/平方米。上半年土地投资额 523.9 亿元, 投资强度为 96%, 较 2019 年上升 41 个百分点。截至 2020 年 6 月, 公司土地储备可售货值约 2700 亿元, 其中杭州内占 62.4%, 区域布局良好。
- **杠杆率略有回升, 短债覆盖比率提升。**2020 年上半年公司净负债率 83.8%, 较 2019 年底提升 5.7 个百分点, 杠杆率略有回升。公司有息负债 356.3 亿元, 较 2019 年底上升 20.7%, 负债规模有所提升, 其中长期借款增加 82.4%。上半年公司平均融资成本为 5.4%, 融资成本持续降低。报告期末, 公司现金余额 164.2 亿元, 相比 2019 年末增加 36.6%, 短债覆盖比率提升至 2.6, 短期偿债能力较好。
- **财务预测与投资建议**
- **维持买入评级, 上调目标价至 6.32 元 (原目标价 6.04 元)。**我们维持公司 2020-2022 年 EPS 的预测为 0.71/0.84/1.05 元。可比公司 2020 年估值为 8.9X, 给予公司 2020 年 8.9X 的 PE, 对应目标价 6.32 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)	21,115	24,955	31,860	37,228	44,667
同比增长(%)	53.3%	18.2%	27.7%	16.8%	20.0%
营业利润(百万元)	4,246	5,419	6,761	8,057	9,025
同比增长(%)	44.2%	27.6%	24.8%	19.2%	12.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,217	1,631	2,199	2,621	3,269
同比增长(%)	-28.9%	34.0%	34.8%	19.2%	24.8%
每股收益(元)	0.39	0.52	0.71	0.84	1.05
毛利率(%)	35.7%	35.1%	34.7%	35.6%	35.0%
净利率(%)	5.8%	6.5%	6.9%	7.0%	7.3%
净资产收益率(%)	8.2%	10.3%	12.4%	13.2%	14.8%
市盈率	12.5	9.3	6.0	5.1	4.1
市净率	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6

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)	4.87 元
目标价格	6.32 元
52周最高价/最低价	5.28/3.71 元
总股本/流通 A 股(万股)	311,144/269,239
A 股市值(百万元)	15,153
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年08月27日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.18	6.10	17.07	26.49
相对表现	2.06	1.62	-5.96	2.53
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

销售破千亿元业绩高增长, 分红提升彰显信心 2020-04-27  
心: ——2019 年年报点评  
财务稳健, 投资积极, 盈利能力提升明显: 2019-08-29

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

业绩维持高增长，利润率有所提升 .....	4
销售同比增长，积极拿地补充土储 .....	5
杠杆率略有回升，短债覆盖比率提升.....	5
盈利预测与投资建议 .....	6
盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 0.71/0.84/1.05 元 .....	6
投资建议：维持买入评级，目标价 6.32 元.....	7
风险提示.....	7

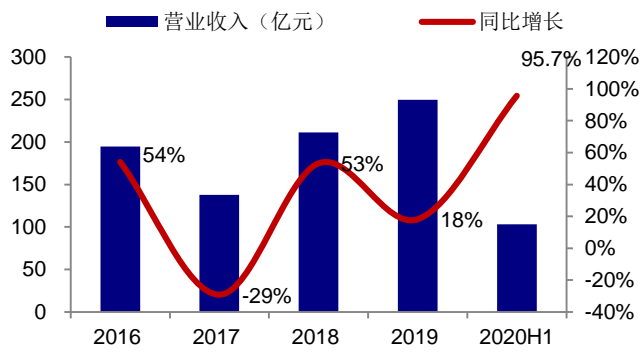
## 图表目录

图 1: 2020H1 营业收入 103.1 亿元, 同比增长 95.7%.....	4
图 2: 2020H1 归母净利润 8.7 亿元, 同比增长 40.4%.....	4
图 3: 毛利率、归母净利率较 2019 年有所提升.....	4
图 4: 少数股东损益占比为 44.9%.....	4
图 5: 2020H1 房地产金额 547 亿, 同比增长 5.9%.....	5
图 6: 2020H1 拿地金额 523.9 亿, 投资强度为 96%.....	5
图 7: 2020H1 净资产负债率为 83.8%.....	6
图 8: 2020H1 短债覆盖比率为 2.6.....	6

## 业绩维持高增长，利润率有所提升

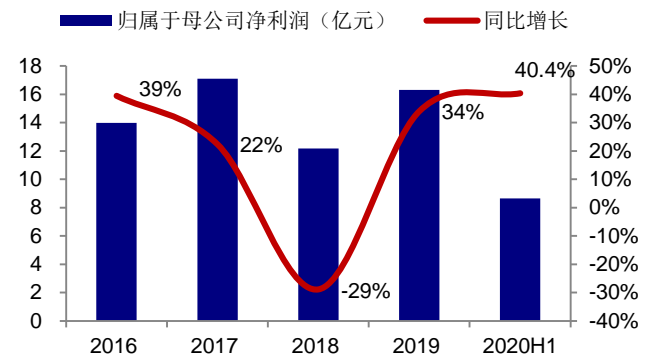
业绩维持高增长,利润率有所提升。公司2020年上半年实现营业收入103.1亿元,同比增长95.7%,实现归母净利润8.7亿元,同比增长40.4%。公司收入增长主要源于结转规模的上升,归母净利润增速低于营收增速主要由于投资收益的减少,投资收益由去年同期3.6亿降至1.8亿,同比减少48.7%。利润率稳中有升,上半年毛利率为36.4%,较2019年末提升1.3个百分点;归母净利率8.4%,较2019年提升1.9个百分点。少数股东损益占比为44.9%,较2019年末下降14个百分点。

图 1: 2020H1 营业收入 103.1 亿元, 同比增长 95.7%



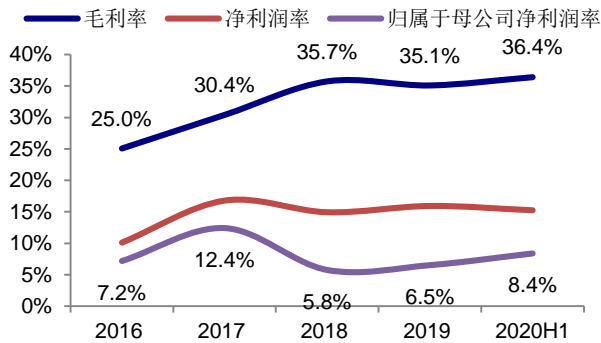
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 2: 2020H1 归母净利润 8.7 亿元, 同比增长 40.4%



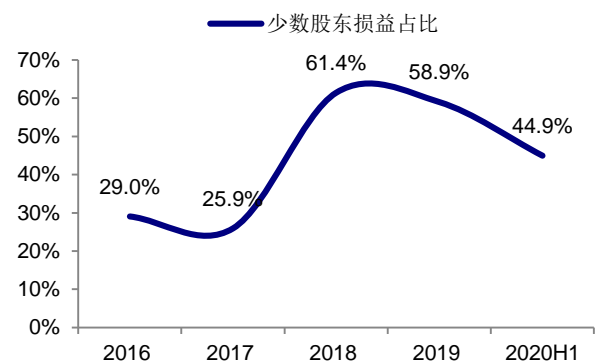
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 3: 毛利率、归母净利率较 2019 年有所提升



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 44.9%

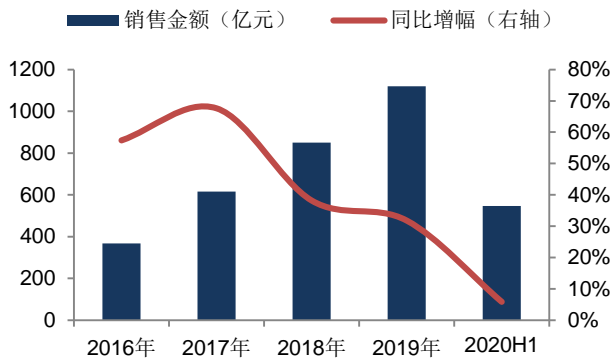


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

## 销售同比增长，积极拿地补充土储

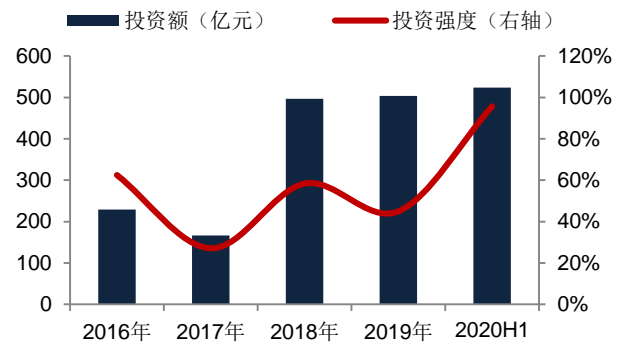
**销售同比增长，积极拿地补充土储。**公司 2020 年上半年地产销售金额 547 亿元，同比增长 5.9%，根据克而瑞统计数据显示，公司位列 2020 年上半年杭州房企销售第一名，疫情期间销售保持稳定增长。土地投资方面，公司上半年抓住窗口期积极拿地，于杭州、苏州、嘉兴、宁波新增项目 20 个，成功开拓苏州市场，新增土储计容建筑面积 313.9 万平方米，平均楼面价约 16700 元/平方米。上半年土地投资额 523.9 亿元，投资强度为 96%，较 2019 年上升 41 个百分点。截至 2020 年 6 月，公司土地储备可售货值约 2700 亿元，其中杭州内占 62.4%，区域布局良好。

图 5：2020H1 房地产金额 547 亿，同比增长 5.9%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：2020H1 拿地金额 523.9 亿，投资强度为 96%

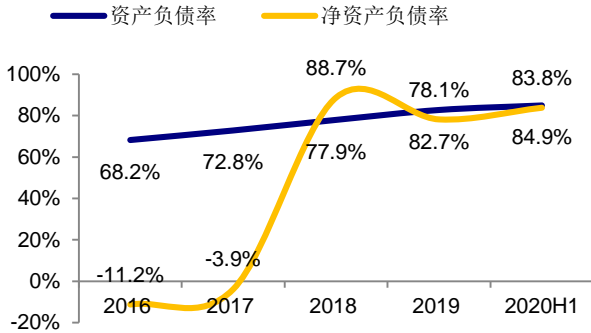


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 杠杆率略有回升，短债覆盖比率提升

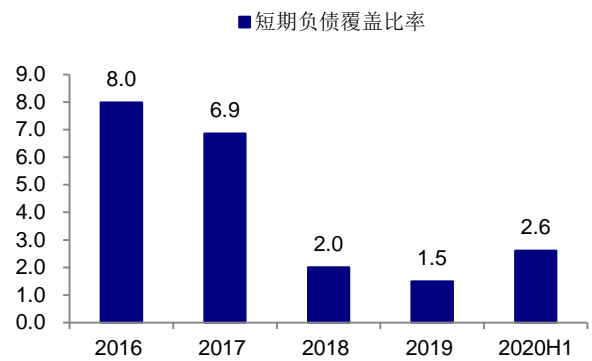
**杠杆率略有回升，短债覆盖比率提升。**2020 年上半年公司净负债率 83.8%，较 2019 年底提升 5.7 个百分点，杠杆率略有回升。公司有息负债 356.3 亿元，较 2019 年底上升 20.7%，负债规模有所提升，其中长期借款增加 82.4%。上半年公司平均融资成本为 5.4%，融资成本持续降低。报告期末，公司现金余额 164.2 亿元，相比 2019 年末增加 36.6%，短债覆盖比率提升至 2.6，短期偿债能力较好。

图 7：2020H1 净资产负债率为 83.8%



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 2.6



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 0.71/0.84/1.05 元

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.71/0.84/1.05 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 309/360/432 亿元。
- 2) 综合考虑市场和未来的销售增速，公司销售费用率为 2.00%/1.80%/1.80%，管理费用率为 1.50%/1.50%/1.50%。
- 3) 公司所得税费用率维持在 26%。

#### 收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>房地产业务</b>					
销售收入（百万元）	20,271	24,224	30,875	35,996	43,195
增长率	49.4%	19.5%	27.5%	16.6%	20.0%
毛利率	33.9%	35.4%	34.6%	35.7%	35.0%
<b>酒店业</b>					
销售收入（百万元）	149	210	250	280	300
增长率	-5.5%	40.7%	19.3%	12.0%	7.1%
毛利率	73.5%	54.6%	52.0%	57.1%	60.0%
<b>物业服务</b>					
销售收入（百万元）	537	120	135	153	172
增长率		13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
毛利率		19.3%	18.6%	21.4%	18.8%
<b>其他业务</b>					

销售收入(百万元)	159	402	600	800	1,000
增长率		152.2%	49.4%	33.3%	25.0%
毛利率		47.4%	14.1%	33.3%	25.0%
合计	21,115	24,955	31,860	37,228	44,667
增长率	53.3%	18.2%	27.7%	16.8%	20.0%
综合毛利率	35.7%	35.1%	34.7%	35.6%	35.0%

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 6.32 元

**PE 估值：**维持买入评级，上调目标价至 6.32 元（原目标价 6.04 元）。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 的预测为 0.71/0.84/1.05 元。可比公司 2020 年估值为 8.9X，给予公司 2020 年 8.9X 的 PE，对应目标价 6.32 元。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2020/8/27	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中华企业	600675	4.27	0.47	0.49	0.61	0.75	9.1	8.6	7.0	0.0
世茂股份	600823	7.10	0.65	0.68	0.82	1.08	10.9	10.4	8.6	6.6
首开股份	600376	6.84	1.42	1.23	1.44	1.66	4.8	5.6	4.8	4.1
陆家嘴	600663	12.47	0.91	0.95	1.07	1.33	13.7	13.1	11.7	9.3
金科股份	000656	10.41	1.06	1.34	1.65	1.98	9.8	7.8	6.3	5.3
		最大值						13.1	11.7	9.3
		最小值						5.6	4.8	4.1
		平均数						9.1	7.7	6.3
		调整后平均						8.9	7.3	4.0

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 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	7,190	12,017	9,558	11,168	13,400	营业收入	21,115	24,955	31,860	37,228	44,667
应收票据及应收账款	307	461	519	612	763	营业成本	13,568	16,196	20,815	23,988	29,037
预付账款	39	50	69	74	92	营业税金及附加	1,125	1,839	2,223	2,441	3,112
存货	53,514	84,494	81,043	104,386	130,297	营业费用	307	572	637	670	804
其他	19,617	22,633	28,290	31,825	37,446	管理费用及研发费用	310	381	478	558	670
<b>流动资产合计</b>	<b>80,666</b>	<b>119,654</b>	<b>119,480</b>	<b>148,066</b>	<b>181,997</b>	财务费用	657	901	1,333	1,927	2,586
长期股权投资	1,532	2,570	2,570	2,570	2,570	资产减值损失	808	(21)	0	0	0
固定资产	221	588	752	1,004	1,276	公允价值变动收益	0	25	0	0	0
在建工程	2	0	234	352	410	投资净收益	(105)	304	387	414	566
无形资产	140	151	146	141	136	其他	10	3	0	0	0
其他	4,992	6,662	4,127	4,122	4,117	<b>营业利润</b>	<b>4,246</b>	<b>5,419</b>	<b>6,761</b>	<b>8,057</b>	<b>9,025</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,886</b>	<b>9,972</b>	<b>7,830</b>	<b>8,189</b>	<b>8,510</b>	营业外收入	11	5	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>87,552</b>	<b>129,625</b>	<b>127,310</b>	<b>156,255</b>	<b>190,506</b>	营业外支出	15	20	28	28	28
短期借款	1,260	601	13,481	29,894	48,329	<b>利润总额</b>	<b>4,241</b>	<b>5,403</b>	<b>6,753</b>	<b>8,049</b>	<b>9,017</b>
应付票据及应付账款	2,618	3,167	3,747	4,318	5,227	所得税	1,089	1,430	1,756	2,093	2,344
其他	43,075	81,376	61,168	67,722	76,613	<b>净利润</b>	<b>3,152</b>	<b>3,973</b>	<b>4,997</b>	<b>5,956</b>	<b>6,672</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>46,953</b>	<b>85,144</b>	<b>78,395</b>	<b>101,934</b>	<b>130,168</b>	少数股东损益	1,935	2,342	2,798	3,335	3,403
长期借款	12,949	15,624	15,624	15,624	15,624	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,217</b>	<b>1,631</b>	<b>2,199</b>	<b>2,621</b>	<b>3,269</b>
应付债券	7,786	5,881	5,881	5,881	5,881	每股收益(元)	0.39	0.52	0.71	0.84	1.05
其他	550	564	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>21,285</b>	<b>22,069</b>	<b>21,505</b>	<b>21,505</b>	<b>21,505</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>68,238</b>	<b>107,213</b>	<b>99,900</b>	<b>123,439</b>	<b>151,673</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	4,053	5,845	8,643	11,979	15,382	<b>成长能力</b>					
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	营业收入	53.3%	18.2%	27.7%	16.8%	20.0%
资本公积	2,309	2,198	2,198	2,198	2,198	营业利润	44.2%	27.6%	24.8%	19.2%	12.0%
留存收益	9,788	11,248	13,446	15,517	18,132	归属于母公司净利润	-28.9%	34.0%	34.8%	19.2%	24.8%
其他	53	10	10	10	10	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>19,314</b>	<b>22,412</b>	<b>27,409</b>	<b>32,816</b>	<b>38,833</b>	毛利率	35.7%	35.1%	34.7%	35.6%	35.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>87,552</b>	<b>129,625</b>	<b>127,310</b>	<b>156,255</b>	<b>190,506</b>	净利率	5.8%	6.5%	6.9%	7.0%	7.3%
						ROE	8.2%	10.3%	12.4%	13.2%	14.8%
						ROIC	10.6%	9.7%	9.8%	9.2%	8.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	77.9%	82.7%	78.5%	79.0%	79.6%
净利润	3,152	3,973	4,997	5,956	6,672	净负债率	88.7%	78.1%	119.9%	145.2%	164.4%
折旧摊销	40	61	81	110	148	流动比率	1.72	1.41	1.52	1.45	1.40
财务费用	657	901	1,333	1,927	2,586	速动比率	0.58	0.41	0.49	0.43	0.40
投资损失	105	(304)	(387)	(414)	(566)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(21,192)	(110)	(21,941)	(19,851)	(21,899)	应收账款周转率	80.4	65.0	65.0	65.8	65.0
其它	3,297	(1,899)	2,520	0	0	存货周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>(13,940)</b>	<b>2,621</b>	<b>(13,398)</b>	<b>(12,271)</b>	<b>(13,059)</b>	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
资本支出	(12)	(425)	(469)	(469)	(469)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(679)	212	0	0	0	每股收益	0.39	0.52	0.71	0.84	1.05
其他	(6,751)	(766)	398	414	566	每股经营现金流	-4.48	0.84	-4.31	-3.94	-4.20
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,442)</b>	<b>(980)</b>	<b>(71)</b>	<b>(55)</b>	<b>97</b>	每股净资产	4.90	5.32	6.03	6.70	7.54
债权融资	14,769	5,585	(537)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(26)	(110)	0	0	0	市盈率	12.5	9.3	6.0	5.1	4.1
其他	4,204	(2,295)	11,547	13,936	15,194	市净率	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>18,947</b>	<b>3,179</b>	<b>11,010</b>	<b>13,936</b>	<b>15,194</b>	EV/EBITDA	5.8	4.5	3.3	2.7	2.3
汇率变动影响	44	13	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.9	4.6	3.3	2.7	2.3
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,391)</b>	<b>4,834</b>	<b>(2,459)</b>	<b>1,610</b>	<b>2,232</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)

