

销售增长拿地加快，业绩结转提速明显

——2020 年三季度点评

事件

- 公司发布 2020 年三季度报，2020 年前三季度实现营收 501.2 亿元，同比增长 96.21%，归母净利润 21.9 亿元，同比下降 57.0%。

核心观点

- **业绩增速低于营收，单季度结转明显加快。**2020 年前三季度业绩增长不及营收增长，主要由于结转项目利润率较去年同期下降，且新冠疫情下公司对租赁物业采取了减免租等措施，导致园区业务利润同比下降明显以及上年同期公司转让子公司股权产生投资收益 22.3 亿元。从单季度来看，三季度营收 258.0 亿，同比增长 191.3%，归母净利润 12.8 亿，同比增长 557.1%，结转速度显著加快。
- **销售逆势增长，规模有望再上台阶。**公司公告 2020 年 1-9 月，公司累计实现签约销售面积 821.3 万平方米，同比减少 1.4%；累计实现签约销售金额 1,901.8 亿元，同比增加 17.4%，销售均价 23155 元/平，同比增长 19.0%。据克而瑞数据，截止 9 月公司在全国房企销售排名第 10 位，较去年同期上升 2 位，有望实现全年 2500 亿销售目标。
- **投资强度显著提升，继续聚焦一二线城市的布局。**公司 2020 年前三季度累计土地投资金额为 960.9 亿元，拿地面积 1144.7 万平米，拿地力度显著提升，投资强度（投资金额/销售金额）为 50.5%，投资金额超过去年全年总和，大大增厚了土地储备。从城市布局来讲，公司坚持区域深耕，继续在核心一二线城市的布局。上半年获取的 62 个项目中，超过 7 个项目位于一二线城市，保障了后续的销售。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，维持目标价至 20.88 元。**我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 2.32/2.81/3.40 元。可比公司 2020 年估值为 9X，我们给予公司 2020 年 9X 估值，对应目标价 20.88 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)	88,278	97,672	112,833	132,775	151,623
同比增长(%)	17.0%	10.6%	15.5%	17.7%	14.2%
营业利润(百万元)	26,613	26,320	30,142	36,492	43,492
同比增长(%)	28.2%	-1.1%	14.5%	21.1%	19.2%
归属母公司净利润(百万元)	15,240	16,033	18,397	22,286	26,917
同比增长(%)	24.7%	5.2%	14.7%	21.1%	20.8%
每股收益(元)	1.92	2.02	2.32	2.81	3.40
毛利率(%)	39.5%	34.6%	35.2%	36.0%	36.8%
净利率(%)	17.3%	16.4%	16.3%	16.8%	17.8%
净资产收益率(%)	21.1%	18.8%	19.1%	20.9%	21.5%
市盈率	8.0	7.6	6.6	5.4	4.5
市净率	1.6	1.3	1.2	1.1	0.9

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。

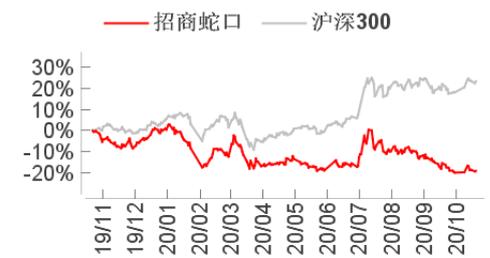
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月20日)	15.31元
目标价格	20.88元
52周最高价/最低价	20.33/15.15元
总股本/流通A股(万股)	792,232/792,078
A股市值(百万元)	121,291
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年10月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.67	-4.25	-18.43	-21.89
相对表现	-1.72	-5.44	-20.85	-45.77
沪深300	-0.95	1.19	2.42	23.88



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

销售实现逆市增长，杠杆维持较低水平：——2020-08-24
——2020 年中报点评

销售规模踏上新台阶，资源整合平台优势：——2020-04-21

足：——2019 年年报点评

销售增速亮眼，央企龙头再上新台阶：——2020-01-10

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	67,375	75,324	104,431	96,206	94,063	营业收入	88,278	97,672	112,833	132,775	151,623
应收票据及应收账款	1,204	1,811	2,092	2,462	2,811	营业成本	53,415	63,829	73,065	85,010	95,785
预付账款	2,679	3,513	4,058	4,775	5,453	营业税金及附加	8,324	9,200	10,628	12,506	14,281
存货	210,821	312,207	255,727	297,537	335,248	营业费用	1,554	2,207	2,243	3,000	3,426
其他	72,358	84,395	95,198	105,344	118,548	管理费用及研发费用	1,527	1,781	1,955	2,316	2,652
流动资产合计	354,436	477,249	461,506	506,324	556,123	财务费用	2,448	2,773	2,640	2,743	2,794
长期股权投资	17,311	26,593	26,593	26,593	26,593	资产减值损失	967	2,012	658	763	530
固定资产	3,390	4,608	5,183	6,038	7,064	公允价值变动收益	(63)	114	13	21	50
在建工程	928	819	2,036	2,888	3,484	投资净收益	6,548	10,231	8,390	9,936	11,191
无形资产	541	612	590	567	544	其他	86	103	98	98	98
其他	46,615	107,807	91,643	91,477	91,311	营业利润	26,613	26,320	30,142	36,492	43,492
非流动资产合计	68,786	140,439	126,045	127,563	128,996	营业外收入	144	145	149	146	146
资产总计	423,221	617,688	587,550	633,887	685,119	营业外支出	156	341	224	240	269
短期借款	16,741	22,170	22,170	22,170	22,170	利润总额	26,601	26,124	30,067	36,397	43,370
应付票据及应付账款	26,047	35,509	40,647	47,293	53,287	所得税	7,140	7,267	7,517	9,099	10,843
其他	187,827	237,329	202,520	220,432	239,828	净利润	19,461	18,857	22,550	27,298	32,528
流动负债合计	230,615	295,008	265,337	289,895	315,285	少数股东损益	4,221	2,824	4,153	5,012	5,611
长期借款	61,647	68,835	68,835	68,835	68,835	归属于母公司净利润	15,240	16,033	18,397	22,286	26,917
应付债券	16,499	18,276	18,205	18,205	18,205	每股收益(元)	1.92	2.02	2.32	2.81	3.40
其他	5,598	8,198	255	255	255						
非流动负债合计	83,744	95,309	87,295	87,295	87,295	主要财务比率					
负债合计	314,359	390,318	352,632	377,190	402,580		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	32,954	132,525	136,678	141,689	147,300	成长能力					
股本	7,904	7,916	7,922	7,922	7,922	营业收入	17.0%	10.6%	15.5%	17.7%	14.2%
资本公积	12,050	9,810	13,810	13,810	13,810	营业利润	28.2%	-1.1%	14.5%	21.1%	19.2%
留存收益	48,089	57,236	75,633	92,400	112,631	归属于母公司净利润	24.7%	5.2%	14.7%	21.1%	20.8%
其他	7,866	19,884	875	875	875	获利能力					
股东权益合计	108,863	227,370	234,918	256,697	282,539	毛利率	39.5%	34.6%	35.2%	36.0%	36.8%
负债和股东权益总计	423,221	617,688	587,550	633,887	685,119	净利率	17.3%	16.4%	16.3%	16.8%	17.8%
						ROE	21.1%	18.8%	19.1%	20.9%	21.5%
						ROIC	10.2%	7.1%	6.8%	8.2%	9.0%
						偿债能力					
						资产负债率	74.3%	63.2%	60.0%	59.5%	58.8%
						净负债率	45.0%	29.3%	4.2%	7.0%	7.1%
						流动比率	1.54	1.62	1.74	1.75	1.76
						速动比率	0.62	0.55	0.77	0.71	0.69
						营运能力					
						应收账款周转率	124.0	65.2	58.3	58.8	58.0
						存货周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						每股指标(元)					
						每股收益	1.92	2.02	2.32	2.81	3.40
						每股经营现金流	1.33	1.74	6.17	-0.99	-0.23
						每股净资产	9.58	11.97	12.40	14.52	17.07
						估值比率					
						市盈率	8.0	7.6	6.6	5.4	4.5
						市净率	1.6	1.3	1.2	1.1	0.9
						EV/EBITDA	3.3	3.3	2.9	2.4	2.1
						EV/EBIT	3.3	3.3	2.9	2.5	2.1

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

