

公司研究/中报点评

2020年08月28日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

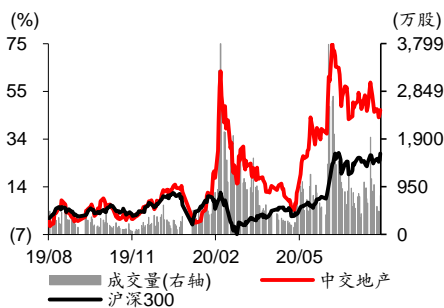
当前价格(元): 7.20  
目标价格(元): 10.64

**陈慎** SAC No. S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com  
**刘璐** SAC No. S0570519070001  
研究员 liulu015507@htsc.com  
**韩笑** SAC No. S0570518010002  
研究员 01056793959  
hanxiao012792@htsc.com  
**陈莉** SAC No. S0570520070001  
研究员 SFC No. BMV473  
0755-82766183  
chenli2832@htsc.com

相关研究

- 1 《中交地产(000736 SZ,买入): 融资额度调升, 为快速成长铺路》2020.07
- 2 《中交地产(000736 SZ,买入): 背靠五商中交, 胸怀鸿鹄之志》2020.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 高成长持续兑现, 逆周期大幅扩张

## 中交地产(000736)

### 2020H1 归母净利润同比+34%, 尽显黑马本色

8月27日公司披露2020半年报, 2020H1实现营收60.0亿, 同比+243.5%; 实现归母净利润1.2亿, 同比+34.3%。上半年公司结算规模大幅提升, 销售、拿地、融资全面扩张, 尽显黑马本色。维持2020-2022年EPS为1.12、1.41、1.77元的盈利预测, 维持“买入”评级。

### 销售弹性稳步兑现, 确保年内交付计划如期实现

2020H1公司销售弹性稳步兑现, 交付增加推升营收同比+243.5%至60.0亿。结算结构拖累综合毛利率同比-13.0pct至25.9%, 同时低权益比项目集中结转, 导致少数股东损益占净利润的比重同比+13.8pct至69.4%。虽然归母净利润增速低于营收增速, 但是报告期依然实现34.3%的高速增长。2020H1公司表内已售未结101.0亿, 对2019全年营收的覆盖率为71.9%。公司表示“确保年内计划结转项目如期交付”, 叠加销售高增长增厚预收储备、表外合作项目逐渐步入收获期, 全年归母净利润有望延续稳定增长。

### 市场化管理提速周转, 销售拿地大幅扩张

公司明确从土地获取到项目交付的全周期运营体系, 市场化管理提速周转。2020H1实现签约销售金额122.8亿, 同比+31.7%, 权益销售金额88.2亿, 同比+54.2%; 实现销售回款100.2亿, 同比+40.7%, 权益回款72.9亿, 同比+51.4%。2020H1新增土储总价272.2亿, 同比+188.9%, 权益总价101.4亿, 同比+81.0%, 投资强度222%, 相比2019全年+121pct。新增项目主要位于北京、重庆、武汉、郑州等持续深耕的核心一二线城市。报告期末在建及待建面积1174.2万平(前三大城市重庆22.6%、北京12.5%、昆明10.0%), 全年销售有望向350-400亿发起冲击。

### 央企背景赋予杠杆优势, 融资发力蓄力成长

2020H1公司现金覆盖倍数136.9%, 净负债率较2019年末+153.9pct至238.9%。7月末公司借款余额482亿元, 相比2019年末大幅增长126%。7月10日公司董事会审议通过《关于增加2020年度融资额度的议案》, 全年拟增加融资额度336亿元。7月9日20亿ABS获批, 8月6日成功发行7亿元公司债(5年期, 票面利率低至3.8%), 今年以来多样融资渠道持续打通, 央企背景下的资源禀赋和集团支持在融资层面的优势持续兑现。

### 小身材大梦想, 看好未来进军千亿梯队, 维持“买入”评级

公司为中国交通建设集团(未上市)旗下唯一A股地产平台, 有望受益于集团全产业链资源和融资扶持, 且集团承诺在2021年底前逐步启动下属其他涉房企业与中交地产的深度融合。前绿城核心高管李永前上任加速市场化改革, 我们看好公司未来进军千亿梯队。维持2020-2022年EPS为1.12、1.41、1.77元的盈利预测, 参考可比公司2020年平均PE估值6.8倍, 考虑到销售、拿地高增长预期, 我们认为公司2020年合理PE估值9.5倍, 目标价10.64元(前值10.64-11.20元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 行业政策风险, 行业下行风险, 经营风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	695.43
流通A股(百万股)	695.43
52周内股价区间(元)	6.25-10.55
总市值(百万元)	5,007
总资产(百万元)	73,733
每股净资产(元)	4.04

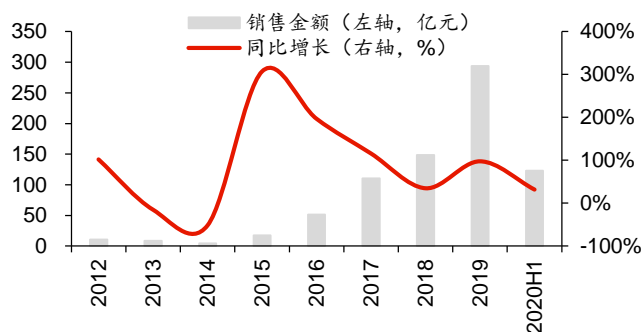
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,948	14,063	17,227	22,112	28,255
+/-%	42.91	57.17	22.49	28.36	27.78
归属母公司净利润(百万元)	809.87	542.50	780.22	981.30	1,229
+/-%	36.69	(33.01)	43.82	25.77	25.21
EPS(元, 最新摊薄)	1.16	0.78	1.12	1.41	1.77
PE(倍)	6.18	9.23	6.42	5.10	4.08

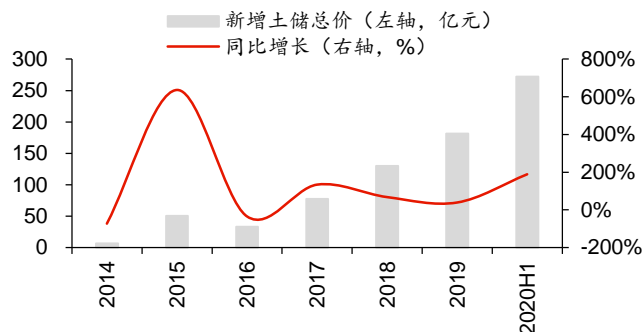
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司销售金额和同比增速



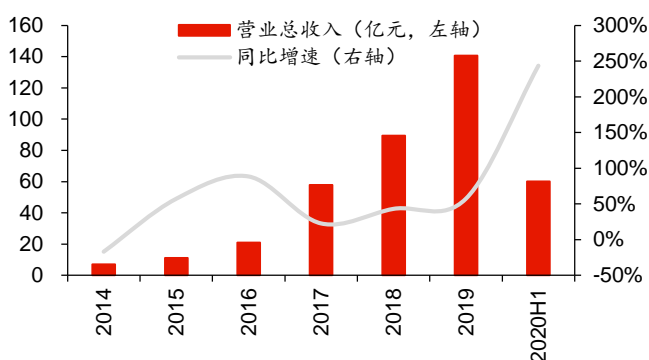
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司全口径新增土储总价和同比增速



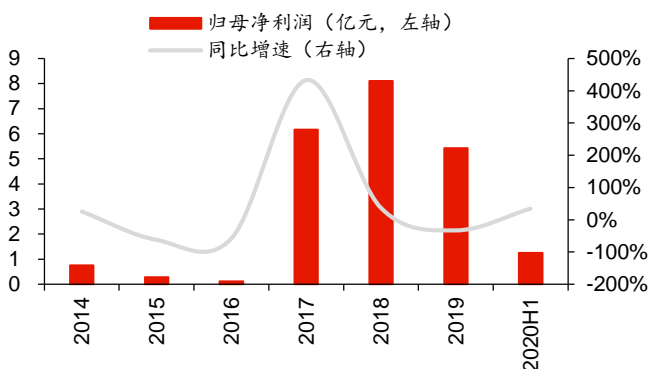
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司营业收入和同比增速



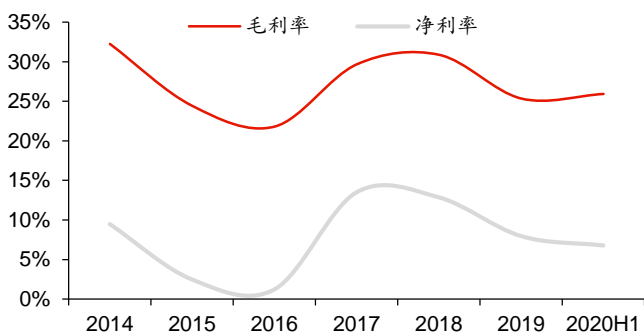
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司归母净利润和同比增速



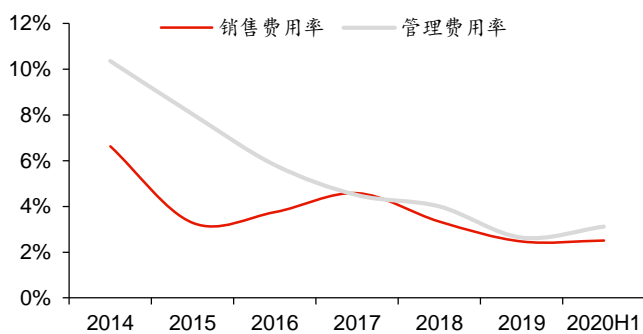
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司毛利率、净利率



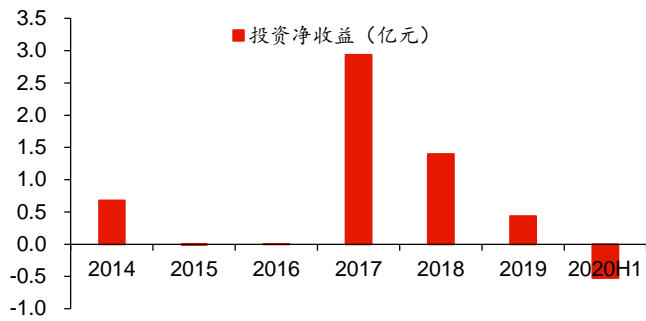
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司销售、管理费用率



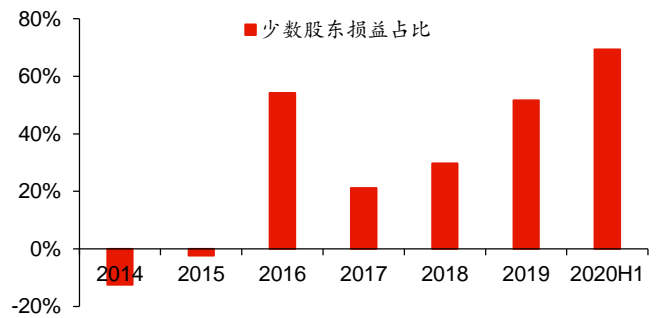
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 公司投资净收益



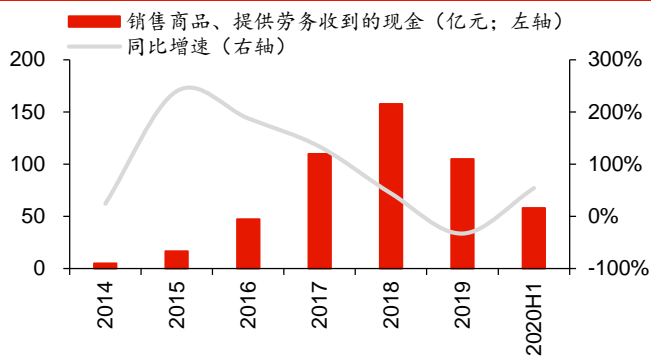
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司少数股东损益占净利润比重



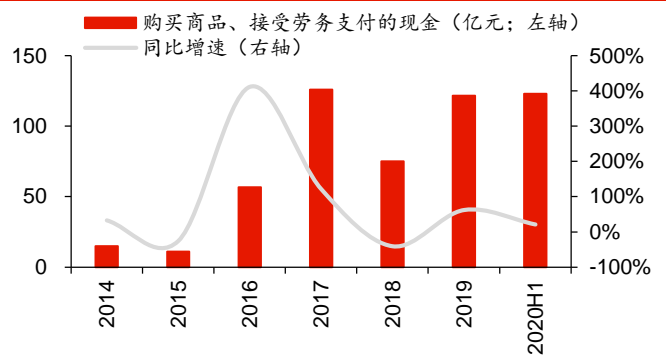
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 公司销售商品、提供劳务收到的现金



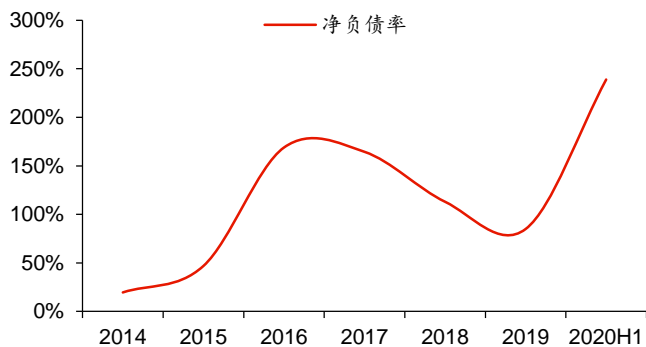
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 公司购买商品、接受劳务支付的现金



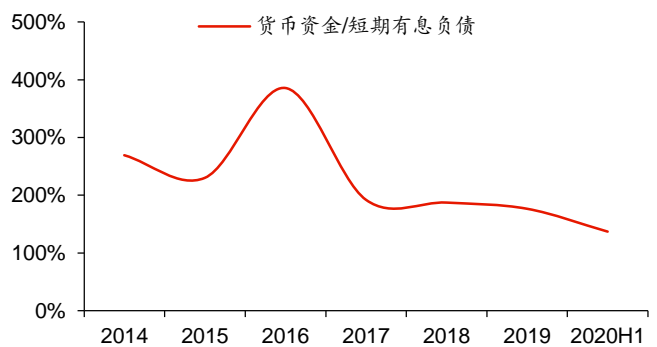
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 公司净负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 公司短债覆盖率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 可比公司估值表 (截至2020年8月28日)

公司名称	股票代码	目标价 (元)	评级	总市值 (亿元)	EPS(元)				P/E			
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
城建发展	600266 CH	7.00	增持	127.04	0.93	1.07	1.21	1.36	5.94	5.14	4.55	4.04
招商蛇口	001979 CH	-	无评级	1314.31	2.02	2.26	2.66	3.11	8.11	7.26	6.16	5.28
大悦城	000031 CH	6.44-7.00	买入	240.46	0.55	0.56	0.69	0.85	9.80	9.71	7.88	6.40
华发股份	600325 CH	9.66	买入	150.53	1.32	1.38	1.62	1.92	5.30	5.05	4.30	3.63
平均									7.29	6.79	5.72	4.84

注: 招商蛇口盈利预测来自 Wind 一致预期, 其余均为华泰地产团队预测

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

**疫情发展不确定性：**海外疫情蔓延、国内疫情反复、超级传播者出现的可能、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

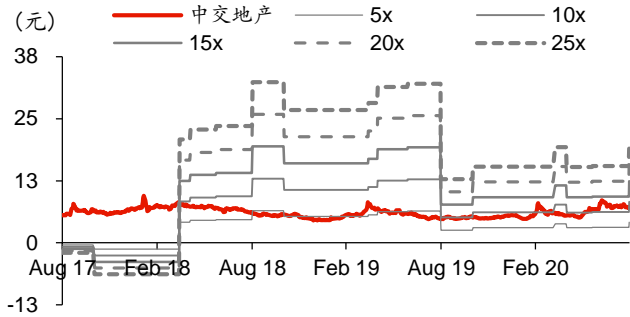
**行业政策风险：**宏观流动性政策的变化，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

**行业下行风险：**若调控政策未出现较大力度放松，行业经历2008年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄以及疫情的冲击，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、新开工、投资增速低于我们的预测值。

**经营风险：**公司逆周期加杠杆加剧资金链压力，全面市场化改革效果不及预期。

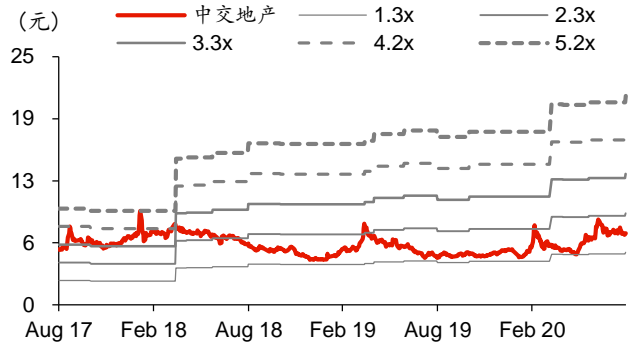
### PE/PB - Bands

图表14：中交地产历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表15：中交地产历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37,421	44,576	68,240	85,072	106,270
现金	6,197	7,890	11,307	17,007	26,260
应收账款	89.23	22.00	70.68	93.41	105.74
其他应收账款	4,208	4,499	5,901	7,874	9,763
预付账款	989.18	850.79	1,219	1,657	2,006
存货	24,583	29,508	48,210	56,732	66,274
其他流动资产	1,355	1,806	1,532	1,709	1,861
非流动资产	2,808	2,917	2,872	3,625	4,459
长期投资	882.82	1,229	1,352	1,487	1,636
固定投资	57.52	62.94	512.34	1,067	1,694
无形资产	6.25	6.39	5.37	4.08	2.76
其他非流动资产	1,862	1,618	1,002	1,066	1,126
资产总计	40,230	47,492	71,112	88,697	110,729
流动负债	26,140	28,290	42,868	50,523	60,510
短期借款	0.00	0.00	3,668	3,480	3,895
应付账款	3,432	6,036	7,023	9,138	11,673
其他流动负债	22,708	22,253	32,177	37,905	44,942
非流动负债	9,860	12,941	20,385	28,440	38,070
长期借款	6,505	6,576	13,426	20,786	29,656
其他非流动负债	3,355	6,365	6,959	7,654	8,414
负债合计	35,999	41,231	63,253	78,963	98,580
少数股东权益	1,945	3,526	4,348	5,345	6,648
股本	445.79	534.95	695.43	695.43	695.43
资本公积	221.13	221.32	114.33	114.33	114.33
留存公积	1,618	2,034	2,702	3,580	4,691
归属母公司股东权益	2,285	2,735	3,512	4,390	5,501
负债和股东权益	40,230	47,492	71,112	88,697	110,729

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	5,796	(4,612)	(7,230)	(909.74)	750.76
净利润	1,152	1,122	1,602	1,978	2,532
折旧摊销	36.53	33.67	76.31	171.25	298.36
财务费用	(65.56)	23.39	288.60	360.75	461.76
投资损失	(139.71)	(43.62)	(58.89)	(129.55)	(132.14)
营运资金变动	4,813	(6,207)	(9,709)	(3,427)	(2,549)
其他经营现金	0.16	460.03	571.32	136.90	139.53
投资活动现金	(76.85)	(771.33)	(241.71)	(827.92)	(1,005)
资本支出	16.98	24.84	500.00	700.00	900.00
长期投资	613.59	1,112	152.53	167.78	184.56
其他投资现金	553.71	365.82	410.82	39.87	79.37
筹资活动现金	(4,700)	6,439	10,889	7,438	9,508
短期借款	(1,451)	0.00	3,668	(187.62)	415.00
长期借款	820.82	71.56	6,850	7,360	8,870
普通股增加	148.60	89.16	160.48	0.00	0.00
资本公积增加	(1,065)	0.19	(106.99)	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,153)	6,278	317.82	265.16	222.89
现金净增加额	1,020	1,056	3,417	5,700	9,253

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,948	14,063	17,227	22,112	28,255
营业成本	6,184	10,497	12,781	16,350	20,902
营业税金及附加	798.03	568.36	997.58	1,267	1,545
营业费用	298.30	346.46	534.40	647.41	821.83
管理费用	357.56	370.33	593.79	722.45	910.24
财务费用	(65.56)	23.39	288.60	360.75	461.76
资产减值损失	(16.95)	(421.71)	(221.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.71	43.62	58.89	129.55	132.14
营业利润	1,538	1,791	2,345	2,931	3,782
营业外收入	7.87	3.72	5.10	5.10	4.87
营业外支出	3.81	4.00	3.38	3.66	3.62
利润总额	1,542	1,791	2,347	2,933	3,784
所得税	389.76	668.79	745.07	954.19	1,252
净利润	1,152	1,122	1,602	1,978	2,532
少数股东损益	342.22	579.44	821.31	997.07	1,303
归属母公司净利润	809.87	542.50	780.22	981.30	1,229
EBITDA	1,509	1,848	2,710	3,463	4,543
EPS (元, 基本)	1.82	1.01	1.12	1.41	1.77

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	42.91	57.17	22.49	28.36	27.78
营业利润	47.11	16.47	30.93	25.00	29.04
归属母公司净利润	36.69	(33.01)	43.82	25.77	25.21
获利能力 (%)					
毛利率	30.88	25.36	25.80	26.06	26.02
净利率	9.05	3.86	4.53	4.44	4.35
ROE	35.44	19.84	22.22	22.36	22.34
ROIC	14.70	13.60	9.67	9.93	11.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	89.48	86.82	88.95	89.03	89.03
净负债比率 (%)	27.26	26.79	34.80	37.58	40.07
流动比率	1.43	1.58	1.59	1.68	1.76
速动比率	0.49	0.52	0.46	0.55	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.32	0.29	0.28	0.28
应收账款周转率	194.38	251.68	364.33	264.54	279.02
应付账款周转率	2.23	2.22	1.96	2.02	2.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.78	1.12	1.41	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	8.34	(6.63)	(10.40)	(1.31)	1.08
每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.93	5.05	6.31	7.91
估值比率					
PE (倍)	6.18	9.23	6.42	5.10	4.08
PB (倍)	2.19	1.83	1.43	1.14	0.91
EV_EBITDA (倍)	7.81	6.38	4.35	3.40	2.60



## 免责声明

### 分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、韩笑、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

## 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com