

销售维持稳定增长，土地投资显著放缓

事件

- 公司公告 2019 年 5 月销售情况。公司 5 月实现销售金额、销售面积分别为 443.8 亿元、304.7 万方，分别增长 16%、20%。

核心观点

- 单月销售超 400 亿，创历史 5 月单月销售新高。**公司 5 月实现单月销售金额 443.8 亿元，同比增长 16%，是 TOP5 房企中为数不多的仍能维持较高增速的公司。2019 年二季度整体市场去化开始下降，得益于在一二线重点城市的布局，公司销售逆势上升，销售金额也创造了历史 5 月单月销售新高。
- 调整土地投资策略，避免高价地确保销售利润。**根据克而瑞土地榜单显示，公司 5 月单月拿地货值为 374 亿元，单月土地投资金额仅 75 亿元，较 4 月环比大降 74%。公司自 5 月起明显调整了土地投资的策略，在土地公开市场溢价率不断走高的情况下，几乎已不在公开市场拿地，而是通过公司传统优势收购及合作开发的模式来获取增量土地储备。公司存量土储充足，根据年报数据截止至 2018 年末，公司土储建面 2.6 亿平，对应货值 3.6 亿元，其中 85% 的货值位于核心一二线城市，拿地均价仅 4181 元/平。把握土地市场周期规避高溢价土地，将确保公司未来维持较高的销售利润率。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级，维持目标价 52.22 港元。**我们预测公司 2019-2021 年核心净利润每股收益为 6.49/8.03/10.27 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 45.78 元，折合 52.22 港元。

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。

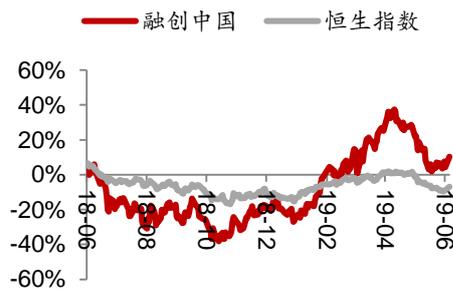


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2019 年 6 月 10 日)	34.95 港币
目标价格	52.22 港币
52 周最高价/最低价	38.14/18.55 元
总股本/流通股 (百万股)	4437/4437
港股市值 (亿港元)	1551
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019 年 6 月 11 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	6.4%	-3.1%	3.1%	7.7%
相对表现 (%)	3.8%	-1.1%	6.3%	-18.9%
恒生指数 (%)	2.5%	-1.9%	-3.2%	-11.2%



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师

竺劲

021-63325888*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514060003

房诚琦

021-63325888*6212

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860518070003

联系人

孙天一

021-63325888*4037

Suntianyi1@orientsec.com.cn

相关报告

手握核心城市优质土储，进入增长快车道 2019-5-9

公司主要财务信息

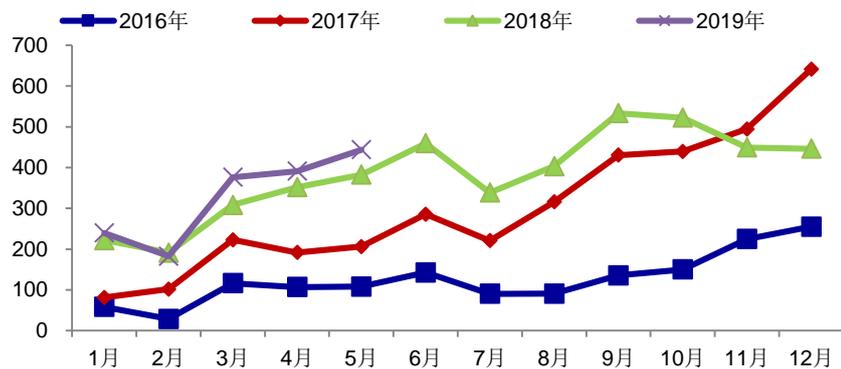
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	65,874	124,746	190,156	241,064	317,819
同比增长	80.8%	88.1%	54.4%	27.1%	32.8%
营业利润 (百万元)	13,628	31,136	52,135	65,110	83,482
同比增长	181.1%	128.5%	67.4%	24.9%	28.2%
归属母公司净利润 (百万元)	11,004	16,567	28,810	35,563	45,457
同比增长	344.0%	50.6%	73.9%	23.4%	27.8%
核心归母净利润每股收益 (元)	2.76	3.79	6.49	8.03	10.27
毛利率	20.7%	25.0%	27.4%	27.0%	26.3%
净利率	16.7%	13.3%	15.2%	14.8%	14.3%
净资产收益率	32.8%	32.9%	42.4%	39.1%	38.3%
市盈率 (倍)	9.0	10.8	5.8	4.7	3.6
市净率 (倍)	0.6	2.5	2.1	1.6	1.2

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。

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。

图 1：公司 2016–2019 年月度销售金额情况（单位：亿元）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格（元）					每股收益（元）					市盈率				
		2019/6/10	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
碧桂园	2007.HK	10.98	1.55	1.93	2.27	2.61	7	6	5	4						
中国恒大	3333.HK	20.70	2.77	4.03	5.05	5.87	7	5	4	4						
万科 A	000002.SZ	27.81	3.06	3.64	4.29	5.00	9	8	6	6						
保利地产	600048.SH	12.79	1.59	1.95	2.37	2.82	8	7	5	5						
绿地控股	600606.SH	6.70	0.93	1.16	1.42	1.76	7	6	5	4						
阳光城	000671.SZ	6.45	0.75	1.05	1.41	1.81	9	6	5	4						
	最大值						9	7	5	5						
	最小值						7	6	5	4						
	平均数						8	6	5	4						
	调整后平均						9	7	6	5						

数据来源：Wind，东方证券研究所

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	96,719	120,198	199,664	271,557	486,990	营业收入	65,874	124,746	190,156	241,064	317,819
应收账款	78,994	75,691	156,276	201,998	264,567	营业成本	(52,246)	(93,610)	(138,022)	(175,954)	(234,337)
预付账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	313,768	339,265	327,951	303,732	247,793	营业费用	(3,419)	(4,361)	(5,158)	(5,932)	(6,525)
其他	10,119	18,084	23,106	26,804	32,069	管理费用	(5,559)	(10,842)	(13,326)	(16,893)	(22,272)
流动资产合计	499,601	553,238	706,996	804,090	1,031,420	财务费用	(4,523)	(2,087)	(4,623)	(4,319)	(3,623)
长期股权投资	58,613	65,497	65,497	65,497	65,497	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	39,263	49,224	85,165	120,738	155,944	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	(1,994)	4,956	2,376	2,914	3,705
无形资产	3,637	16,021	16,021	16,021	16,021	其他	17,227	9,862	9,862	9,862	9,862
其他	25,625	48,701	48,701	48,701	48,701	营业利润	15,359	28,664	41,265	50,742	64,629
非流动资产合计	123,501	163,422	199,363	234,936	270,142	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	623,102	716,660	906,359	1,039,027	1,301,562	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	78,673	92,046	85,557	84,278	88,588	利润总额	15,359	28,664	41,265	50,742	64,629
应付账款	160,736	155,450	283,741	350,298	537,660	所得税	(3,695)	(11,219)	(10,316)	(12,686)	(16,157)
其他	146,299	223,758	260,343	295,831	323,039	净利润	11,664	17,445	30,949	38,057	48,472
流动负债合计	385,708	471,253	629,641	730,407	949,287	少数股东损益	19	(287)	(1,547)	(1,903)	(2,424)
长期借款	140,597	137,364	144,944	150,904	160,904	归属于母公司净利润	11,004	16,567	28,810	35,563	45,457
应付债券	1,660	1,554	1,554	1,554	1,554	每股收益(元)	2.76	3.79	6.54	8.07	10.32
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	809,522	916,248	1,145,127						
少数股东权益	7,548	10,744	12,291	14,194	16,617						
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	64,382	88,420	119,652						
其他	9,288	5,527	5,527	5,527	5,527						
股东权益合计	60,638	73,107	96,837	122,779	156,434						
负债和股东权益	623,102	716,660	906,359	1,039,027	1,301,562						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	11,004	16,567	28,810	35,563	45,457
折旧摊销	339	992	831	1,199	1,566
财务费用	5,259	13,906	5,728	6,136	6,718
投资损失	2,193	(5,498)	0	0	0
营运资金变动	76,677	30,126	87,062	64,117	183,484
其它	(20,373)	(7,003)	442	86	(671)
经营活动现金流	75,099	49,090	122,874	107,100	236,555
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)	(15,843)	(17,848)
筹资活动现金流	58,137	(19,934)	(3,670)	(9,883)	(7,848)
汇率变动影响	53	199	0	0	0
现金净增加额	13,120	511	82,432	60,445	191,934

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	80.8%	88.1%	54.4%	27.1%	32.8%
营业利润	181.1%	128.5%	67.4%	24.9%	28.2%
归属于母公司净利润	344.0%	50.6%	73.9%	23.4%	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%	15.2%	14.8%	14.3%
ROE	32.8%	32.9%	42.4%	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%	33.4%	-28.4%	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	27.9	24.3	53.7
每股净资产	10.6	12.9	17.9	23.4	30.5
估值比率					
市盈率	9.0	10.8	5.8	4.7	3.7
市净率	0.6	2.5	2.1	1.6	1.2

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

