

年底销售创历史新高，拿地均价持续下降

事件

- 公司公告 2018 年全年销售情况。1-12 月实现销售金额、销售面积分别为 1520.0 亿元、956.9 万方，分别增长 46%、52%。

核心观点

- 累计销售金额 1520 亿元，单月销售首超 200 亿创历史新高。**公司 12 月实现单月销售金额 211.4 亿元，同比增长 32%。在整体市场去化下降的情况下，公司单月销售金额首次超过 200 亿，创造单月销售历史新高难能可贵。公司 2018 年全年累计销售金额 1520 亿元，同比增长 46%，增速高于行业平均增速。从销售面积来看，公司单月及累计销售面积增速分别为 24%、52%，增速低于销售金额增速，说明公司销售单价仍在继续上升。根据克而瑞排行榜，公司 2018 年合同销售金额排名全国房企第 15 位，与 2017 年排名持平。
- 下半年土地显著放缓，拿地均价持续下降。**截止至 2018 年 11 月，公司全口径拿地金额为 686 亿元，同比增长-26%。从全年的投资节奏来看，2018 年下半年开始，公司的投资强度明显下降，尤其自 9 月起投资策略更加审慎，投资端领先于销售端开始调整战略。2018 年 1-11 月拿地面积同比增长 5%，拿地面积同比增长同时拿地金额同比负增长主要是由于 2018 年公司新增土储的拿地均价进一步下降，1-11 月累计新增土储的拿地均价仅 6148 元/平，同比下降 28%，考虑到公司较高的销售均价（2018 年为 15884 元/平），为未来项目的开发留足了利润空间。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级，维持目标价 4.91 港元。**我们预测公司 2018-2020 年核心净利润每股收益为 0.72/0.88/1.01 元，可比公司 2018 年平均估值为 6 倍，我们给予公司 2018 年 6 倍估值，对应目标价为 4.91 港元。

风险提示

- 房地产销售、结算、回款不及预期。
- 布局城市调控政策力度超预期。
- 拿地不及预期。其他收入、收益及亏损超预期。

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	22,224	31,824	42,783	54,159	79,629
同比增长	21.9%	43.2%	34.4%	26.6%	47.0%
营业利润 (百万元)	4,071	7,826	10,828	13,328	15,939
同比增长	27.1%	107.6%	29.7%	30.4%	19.4%
归属母公司净利润 (百万元)	2,808	4,828	6,176	7,513	8,567
同比增长	34.0%	72.0%	27.9%	21.6%	14.0%
每股收益 (元)	0.42	0.68	0.76	0.93	1.06
毛利率	25.4%	27.1%	29.7%	29.2%	24.9%
净利率	12.6%	15.2%	14.4%	13.9%	10.8%
净资产收益率	20.2%	26.9%	26.7%	26.8%	25.4%
市盈率 (倍)	5.7	7.5	4.9	4.0	3.5
市净率 (倍)	0.9	1.5	1.2	1.0	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用 2018 中报公告 80.73 亿股全面摊薄计算。

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。

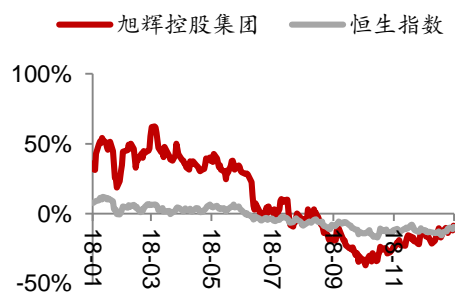


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2019 年 1 月 15 日)	4.24 港币
目标价格	4.91 港币
52 周最高价/最低价	7.33/2.86 元
总股本/流通股 (百万股)	7745/7745
港股市值 (亿港元)	328
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019 年 1 月 15 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	6.0%	4.4%	-7.2%	-32.7%
相对表现 (%)	4.6%	6.5%	0.1%	-16.8%
恒生指数 (%)	1.4%	-2.1%	-7.3%	-15.9%

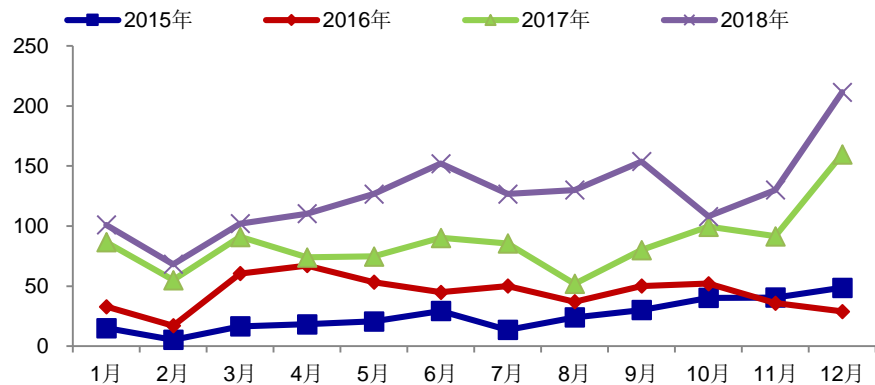


资料来源：WIND、东方证券研究所

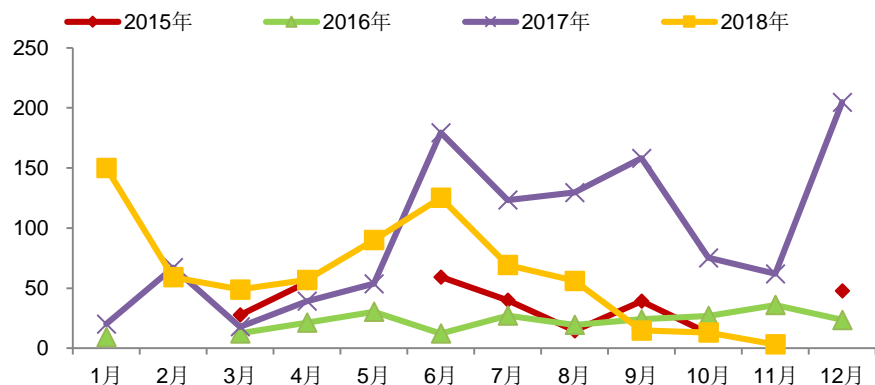
证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

联系人 房诚琦
021-63325888*6212
fangchengqi@orientsec.com.cn
孙天一
021-63325888*4037
Suntianyi1@orientsec.com.cn

相关报告
布局为王，与大势同行 2018-12-28

图 1：公司 2015–2018 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

图 2：公司 2016–2018 年月度土地投资金额情况（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			
		2019/1/15	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
融创中国	1918.HK	25.80	2.70	3.54	5.43	7.08	10	7	5	4					
中国恒大	3333.HK	22.35	1.79	3.97	4.74	5.65	12	5	5	4					
碧桂园	2007.HK	9.45	1.22	1.62	2.12	2.53	8	5	4	4					
龙湖集团	0960.HK	23.95	2.13	2.56	3.17	3.92	11	9	8	6					
中国海外发展	0688.HK	27.95	3.72	4.05	4.70	5.34	8	7	6	5					
	最大值						12	9	8	6					
	最小值						8	5	4	4					
	平均数						10	7	5	5					

	调整后平均						10	6	5	4
--	-------	--	--	--	--	--	----	---	---	---

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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	20677	29787	66611	82443	90109	营业收入	22224	31824	42783	54159	79629
应收账款	16634	38598	35116	44453	65360	营业成本	-16579	-23203	-30062	-38321	-59802
预付账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	28084	43732	49670	52269	44337	营业费用	-524	-610	-710	-898	-1321
其他	5538	13955	11335	16268	25435	管理费用	-879	-1268	-1607	-2035	-2991
流动资产合计	70933	126071	162732	195434	225240	财务费用	-297	110	58	318	420
长期股权投资	8839	8626	8626	8626	8626	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	76	85	99	112	124	公允价值变动收益	-100	658	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	1063	2106	2141	3343	3923
无形资产	0	0	0	0	0	其他	-70	424	424	424	424
其他	8633	16975	16975	16975	16975	营业利润	4837	10041	13028	16990	20282
非流动资产合计	17548	25686	25700	25713	25725	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	88480	151758	188432	221147	250966	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	2368	6727	4618	4946	5134	利润总额	4837	10041	13028	16990	20282
应付账款	23239	37187	46182	58871	91870	所得税	-1672	-3893	-4885	-6371	-7606
其他	19319	35271	43607	49847	31432	净利润	3164	6149	8142	10619	12676
流动负债合计	44926	79185	94407	113664	128436	少数股东损益	-357	-1320	-1966	-3106	-4110
长期借款	11199	26386	41386	46386	51386	归属于母公司净利润	2808	4828	6176	7513	8567
应付债券	13736	9033	9033	9033	9033	每股收益(元)	0.42	0.68	0.76	0.93	1.06
其他	1337	2884	2884	2884	2884						
非流动负债合计	26271	38303	53303	58303	63303	主要财务比率					
负债合计	71197	117487	147710	171967	191739		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	2303	9519	11485	14591	18701	成长能力					
股本	543	612	612	612	612	营业收入	21.9%	43.2%	34.4%	26.6%	47.0%
资本公积	516	2739	2739	2739	2739	营业利润	27.1%	107.6%	29.7%	30.4%	19.4%
留存收益	12427	15707	20193	25545	31482	归属于母公司净利润	34.0%	72.0%	27.9%	21.6%	14.0%
其他	1494	5693	5693	5693	5693	获利能力					
股东权益合计	17283	34270	40723	49180	59226	毛利率	25.4%	27.1%	29.7%	29.2%	24.9%
负债和股东权益	88480	151758	188432	221147	250966	净利率	12.6%	15.2%	14.4%	13.9%	10.8%
						ROE	20.2%	26.9%	26.7%	26.8%	25.4%
现金流量表											
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
净利润	2808	4828	6176	7513	8567	资产负债率	80.5%	77.4%	78.4%	77.8%	76.4%
折旧摊销	16	17	18	19	20	净负债率	50.4%	50.9%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	530	262	658	789	861	流动比率	1.58	1.59	1.72	1.72	1.75
投资损失	-1310	-2275	0	0	0	速动比率	0.95	1.04	1.20	1.26	1.41
营运资金变动	911	422	17494	2060	-7556	营运能力					
其它	1004	2342	1250	1999	2828	应收账款周转率	1.7	1.2	1.2	1.4	1.5
经营活动现金流	3958	5596	25596	12379	4720	存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.8	1.2
资本支出	-606	-1355	-30	-30	-30	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
长期投资	-5194	-19296	-2	-2	-2	每股指标(元)					
其他	-772	850	0	0	0	每股收益	0.42	0.68	0.76	0.93	1.06
投资活动现金流	-6573	-19802	-32	-32	-32	每股经营现金流	0.59	0.77	3.17	1.53	0.58
债权融资	2732	-1390	15000	5000	5000	每股净资产	2.24	2.87	3.15	3.81	4.54
股权融资	43	6072	0	0	0	估值比率					
其他	8859	23780	-1631	-1843	-2209	市盈率	5.7	7.5	4.9	4.0	3.5
筹资活动现金流	11634	28461	13369	3157	2791	市净率	0.9	1.5	1.2	1.0	0.8
汇率变动影响	81	-25	0	0	0						
现金净增加额	9100	14230	38933	15504	7478						

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

