

“三低一高”显成效，业绩快速上量

投资要点

- **经营效益显现、业绩超预期增长。**公司近日发布2018年中期业绩，上半年实现营业收入3003.5亿元(+59.8%)、核心净利润550.1亿元(+101.5%)、归母净利润308.1亿元(+63.6%)。业绩超预期增长的原因有：1)公司加快存货周转及交付，结算金额大幅增长，而且上半年结算比重较大；2)毛利率稳中有升，报告期毛利率同比上升0.4个百分点至36.2%；3)控成本及降杠杆好于预期，净利率同比上升5.3个百分点至17.6%，上半年三项费率均有不同程度的下降，销售费率同比降低1个百分点、财务费率同比下降0.9个百分点，管理费率同比降低0.7个百分点。
- **销售额稳健增长，下半年货值充裕。**上半年公司在售项目735个，完成合约销售额3042亿，同比增长24.6%，销售均价为10,468元每平方米，同比增长6.1%，销售回款约2400亿，销售回款率约78.9%。截止到上半年末公司可售未售货值约3500亿，下半年可新推货值或达3700亿，保守按60%的去化率估算下半年可实现销售额4300亿，但考虑公司要实现“有质量有回款”的销售额，我们预计公司全年销售额6000亿，相当于5500亿销售目标的109%。
- **“三低一高”战略实施超预期，净负债率明显回落。**2017年公司适时提出从“三高一低”向“三低一高”(即“低负债、低杠杆、低成本及高周转”)转型。截至报告期末，公司净负债率从去年底的184%降至127%，大幅减少约56个百分点，预计至年末可能进一步降至100-110%。公司总负债在前三大房企里面最低，下半年绝对值有望再降低500亿。
- **土储绝对成本低廉，逐步回归一二线。**报告期内，公司有意放缓拿地节奏，新增土储计容建面约3,086万方，同比下滑54.4%，总代价约446亿，平均楼面地价仅1,446元每平方米。报告期末，公司总土地储备约3.05亿方，相比去年末的3.12亿方略有减少，土储原值5,130亿元，平均楼面地价仅1,682元每平方米，仅占上半年平均售价的16.1%。公司土地储备分布在我国228个城市，按土储原值口径一二线城市占比68%，平均楼面地价2,092元每平方米；三线城市占比32%，平均楼面地价1,666元每平方米。再考虑到公司实际控制的约7,285万方以旧改为主的土地储备，公司潜在货值超过4.5万亿。
- **盈利预测与评级：**鉴于公司进入较快结算周期，上半年收入增速实现同比60%高增长，未来业绩确定性强，我们上调盈利预测，预计公司2018-2020年实现归母净利润的复合增速为48.1%。考虑到公司货值充裕、业绩快速上量、安全性持续改善，给予公司2018年10倍估值，对应目标价42.21港元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售回款或不及预期等。

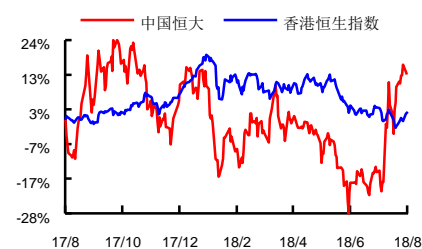
指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	211444	311022	433447	561749	728106
增长率	59%	47%	39%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元人民币)	5898	24372	48298	61888	79170
增长率	-47%	313%	98%	28%	28%
每股收益EPS	1.08	1.31	3.67	4.70	6.01
净资产收益率	11%	17%	24%	28%	26%
PE	23	19	7	5	4

数据来源：公司资料，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn
联系人：杨雨蕾
邮箱：yangyul@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	18.42-31.55
3个月平均成交量(百万)	35.24
流通股数(亿)	130.37
市值(亿)	3,872.00

相关研究

1. 中国恒大(3333.HK)：从规模到效益、化平凡为神奇 (2018-03-29)

关键假设:

假设 1: 公司货值充裕, 受益于销售均价的改善, 毛利稳中有升, 公司物业开发业务保持稳健增长, 由于 2015、2016、2017 年公司全年销售额同比增速分别为 53%、86%、34%, 并考虑到公司 2018 年进入较快结算周期, 上半年的收入增速实现同比 60% 高增长, 未来业绩确定性强, 我们上调 2018-2020 年物业开发可结算规模增速分别为 40%、30%、30%, 毛利率维持平稳不变, 分别为 36%、36% 和 36%;

假设 2: 考虑到公司一级土地开发等潜在土储丰富, 我们上调房地产建造、土地平整及其他服务业务收入增速, 2018-2020 年结算规模增长分别为 5%、5%、5%, 毛利率维持平稳不变;

假设 3: 物业管理服务业务 2018-2020 年管理规模增长分别为 30%、18%、15%, 毛利率维持平稳不变;

假设 4: 公司从规模型向“规模+效益型”积极转变, 2018-2020 年三费率稳中有降。

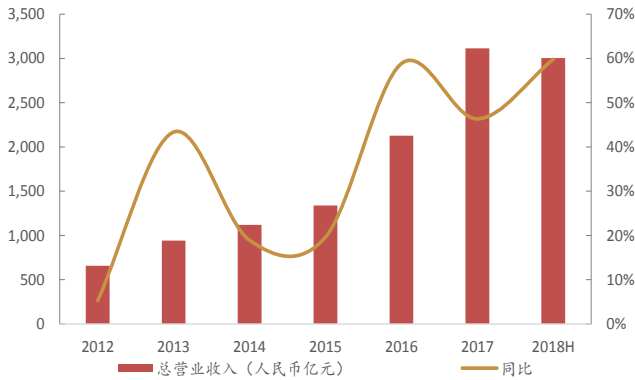
基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	311,022	433,447	561,749	728,106
	增速	47%	40%	30%	30%
	毛利率	36%	36%	36%	36%
物业开发业务	收入	302,384	423,338	550,339	715,441
	增速	48%	40%	30%	30%
	毛利率	36%	36%	36%	36%
房地产建造、土地平整 及其他服务业务	收入	4,803	5,043	5,295	5,560
	增速	-3.1%	5%	5%	5%
	毛利率	36%	36%	36%	36%
物业管理服务收入	收入	3,024	3,931	4,639	5,335
	增速	55.2%	30%	18%	15%
	毛利率	36%	36%	36%	36%
物业投资	收入	811	1,135	1,476	1,771
	增速	25%	40%	30%	20%
	毛利率	36%	36%	36%	36%

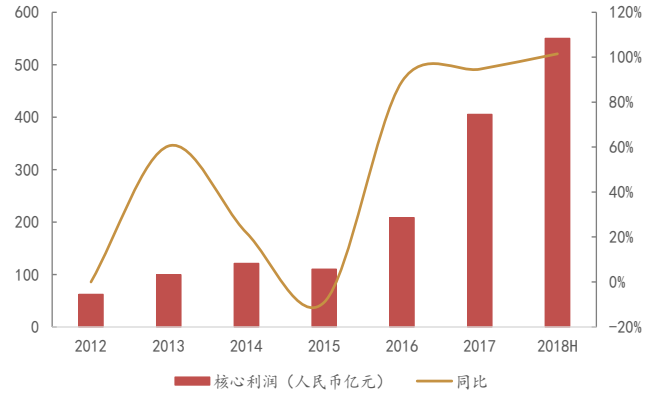
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 1: 公司 2012-2018H 年营业收入及同比增速



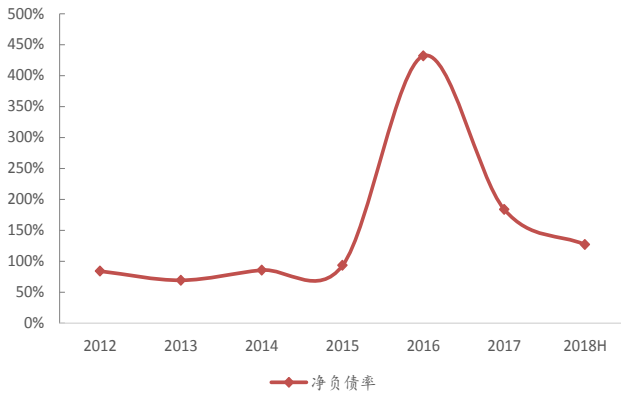
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 2: 公司 2012-2018H 年核心净利润及同比增速



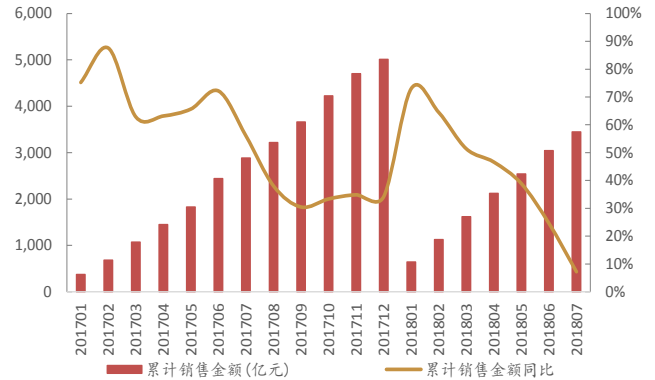
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 3: 公司 2012-2018H 净负债率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2017 年以来累计销售情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司 2017 年以来单月销售情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2017 年以来销售单价情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

附：财务报表

损益表					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	211,444	311,022	433,447	561,749	728,106
毛利	59,422	112,262	156,041	202,230	262,118
EBIT	48,366	83,988	139,667	177,884	227,458
財務收入(費用)	11,301	7,917	26,469	32,889	42,061
聯營公司	-203	1,402	3,901	5,056	6,553
非經常性項目	9,260	-6,074	5,000	5,000	5,000
稅前利潤	36,862	77,473	117,100	150,051	191,950
稅項	19,245	40,424	50,938	65,272	83,498
非控股權益	11,719	12,677	17,864	22,890	29,282
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0
淨利潤(歸屬母公司)	5,898	24,372	48,298	61,888	79,170

資產負債表					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	198,420	152,008	86,689	112,350	145,621
應收賬款	76,434	120,782	86,689	112,350	145,621
存貨	658,857	953,647	554,813	431,423	512,587
其他流動資產	179,924	296,510	294,007	433,263	535,041
物業、廠房及設備	132,045	151,950	150,000	150,000	150,000
無形資產	5,642	8,188	6,550	4,913	3,275
其他非流動資產	99,546	78,667	68,270	68,256	68,155
總資產	1,350,868	1,761,752	1,247,019	1,312,555	1,560,301
應付賬款	299,905	399,459	416,109	179,760	232,994
短期借款	202,906	356,381	243,029	435,355	574,368
其他流動負債	230,583	329,015	86,689	224,700	218,432
長期借款	332,164	376,244	196,244	96,244	66,244
遞延稅項負債	0	2,840	2,832	2,824	2,816
其他非流動負債	92,778	55,605	3,406	2,562	1,719
總負債	1,158,336	1,519,544	948,309	941,445	1,096,573
股本	1,006	1,270	1,270	1,270	1,270
儲備	156,178	113,502	152,140	201,651	264,987
股東權益	44,240	114,772	153,410	202,921	266,257
非控股權益	148,292	127,436	145,300	168,190	197,472
總權益	192,532	242,208	298,710	371,111	463,728
淨現金(負債)					

現金流量表					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	17,617	37,049	66,161	84,779	108,452
稅項	-28,661	-28,729	-29,523	27,398	36,571
營運資本變動	-49,530	-161,287	210,085	-139,867	-169,246
經營現金流量	-60,574	-152,967	246,723	-27,690	-24,223
資本開支	-16,329	-14,795	1,168	-880	-880
自由現金流量	-44,245	-138,172	245,554	-26,810	-23,343
股息	-5,481	-241	-9,660	-12,378	-15,834
其他非流動資產變動	201,595	191,449	-180,000	-100,000	-30,000
股本變動	-632	-5,077	0	0	0
其他	77,597	-33,218	-357,636	12,485	7,369
淨現金流量	95,330	-46,412	-65,319	25,660	33,271
期初淨現金(負債)	103,090	198,420	152,008	86,689	112,350
期終淨現金(負債)	198,420	152,008	86,689	112,350	145,621

財務比率					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
增長(%)					
收入	59	47	39	30	30
EBITDA	39	71	65	27	28
EBIT	39	74	66	27	28
淨利潤	2	110	79	28	28
每股盈利	33	21	180	28	28
利潤率(%)					
毛利	28	36	36	36	36
EBITDA	24	28	33	32	32
EBIT	23	27	32	32	31
淨利潤	8	12	15	15	15
其他比率					
ROE(%)	12	31	36	39	34
ROA(%)	2	2	5	6	7
淨負債率	175	240	118	113	107
利息覆蓋率(倍)	4	11	5	5	5
應收賬款周轉天數	84	114	86	64	64
應付賬款周轉天數	418	405	339	191	102
存貨周轉天數	1236	1460	979	494	365
有效稅率(%)	52	52	44	44	44

数据来源：公司資料，西南證券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -10% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn