

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

上次评级: 首次覆盖

旧改项目迎来收获期, 债务管理有所改善

报告摘要:

近日公司发布 2018 年半年度报告, 实现总收益 150.28 亿元, 同比增长 75.0%; 实现核心净溢利 18.85 亿元, 同比增长 66%; 期内毛利率 31.52%。

销售稳健增长, 现金为王加速回款。截止 8 月底, 公司实现销售 356 亿元, 同比增长 32%, 销售金额增速较上半年进一步提升; 平均售价为 17138 元/平米, 较 17 年同期增加约 9.5%。上半年销售金额中大湾区板块贡献超 55%。公司紧抓回款, 上半年销售回款率达 85%。

旧改项目迎来供货爆发, 未来潜力可观。截止 6 月底, 公司拥有土储超 2200 万平米, 其中约 1260 万平米位于大湾区, 持续深耕重点板块。公司持续巩固其在旧改领域的优势, 大力拓展深圳、广州等市场, 目前旧改项目占地面积近 2700 万平米, 同比大幅增长 91%, 其中深圳、广州、中山三城旧改项目占地面积分别达 1000、600、700 万平米, 未来潜力巨大。同时, 部分旧改项目已进入收获期, 下半年深圳主力在售旧改项目预计整体货值达到 440 亿元, 为公司下半年销售增长打下基础。

净负债率下降, 偿债能力得到改善。上半年, 公司紧抓销售回款, 还款率为 85%; 借款总额为 1096.21 亿元, 较 17 年底减少 15.52 亿元, 平均资金成本 8.41%; 现金及银行存款达 262.87 亿元, 较 17 年底增加约 51 亿元; 净负债率 258%, 下降约 42 个百分点, 反映短期偿债能力的速动比率由 17 年底的一倍上升至 1.4 倍, 公司偿债能力、债务结构有所改善。

首次覆盖, 给予增持评级。预计 2018、2019 和 2020 年 EPS 分别为 0.73 元、0.80 元和 0.91 元。当前股价对应 2018、2019 和 2020 年 PE 分别为 3.14 倍、2.85 倍、2.51 倍。

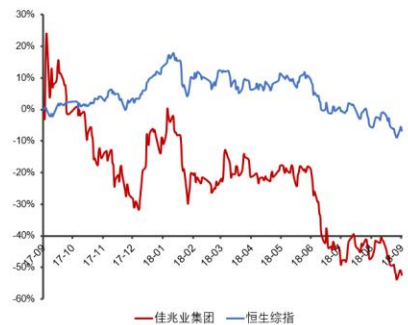
风险提示: 旧改项目进度不及预期; 粤港澳大湾区项目去化情况不佳

股票数据

2018/7/31

6 个月目标价 (港元)	3.54
收盘价 (港元)	2.72
股价区间 (港元)	2.47-6.91
总市值 (百万港元)	16510
总股本 (百万股)	6070
A 股 (百万股)	
B 股/H 股 (百万股)	0/6070
日均成交量 (百万股)	20

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	-34%	-46%
相对收益	-9%	-24%	-46%

相关报告

《2018 年 1-8 月房地产数据点评: 新开工维持高位, 销售下行压力显现》-20180918

《房地产行业 2018 年中报综述: 正值金秋收获时》-20180911

《绿地控股 (600606.SH): 地产业务平稳增长, 平稳主动降杠杆》-20170831

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,772	32,779	42,131	50,734	59,973
(+/-)%	62.64%	84.44%	28.53%	20.42%	18.21%
归属母公司净利润	-612	3,285	4,407	4,851	5,509
(+/-)%	45.40%	636.41%	34.16%	10.06%	13.56%
每股收益 (元)	-0.12	0.60	0.73	0.80	0.91
市盈率	-19.00	3.80	3.14	2.85	2.51
市净率	2.52	3.15	5.73	6.20	6.76
净资产收益率 (%)	-4.76%	19.05%	12.67%	12.88%	13.42%
股息收益率 (%)	0.00%	4.32%	4.78%	5.26%	5.97%
总股本 (百万股)	5135	6064	6070	6070	6070

证券分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

研究助理: 张云凯

执业证书编号: S0550117090050

联系人: 沈路遥

执业证书编号: S0550118070032

021-20363213 shenly@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	11,998	13,310	14,987	16,729	净利润	3,285	4,407	4,851	5,509
交易性金融资产	96	63	87	96	营运资本变动	917	634	2,534	1,064
应收款项	50,363	62,954	66,101	69,407	其他非现金调整	-7,868	-4,721	-7,147	-6,432
存货	86,240	74,704	78,439	82,361	经营活动产生的现金流量净额	-3,431	651	634	616
其他流动资产	9,900	10,298	10,401	10,505	出售固定资产收到的现金	13	15	17	19
流动资产合计	159,830	161,392	170,110	179,239	债务增加	51,785	1,949	5,535	3,235
权益性投资	12,103	13,441	14,113	14,819	其他筹资活动产生的现金流量净额	-1,977	1,141	1,392	1,155
其他长期投资	32,026	42,036	44,138	46,345	筹资活动产生的现金流量净额	24,038	3,751	7,654	5,216
固定资产净值	2,552	2,821	3,385	3,724	投资活动产生的现金流量净额	-19,498	-3,091	-6,611	-4,091
商誉及无形资产	1,206	1,163	1,221	1,282	现金及现金等价物净增加额	1,179	1,312	1,677	1,741
其他非流动资产	875	578	636	699	现金及现金等价物期初余额	10,819	11,998	13,310	14,988
非流动资产合计	53,558	62,640	66,214	69,710	现金及现金等价物期末余额	11,998	13,310	14,987	16,729
资产总计	213,388	224,031	236,324	248,949					
短期借贷及长期借贷当期到期	22,173	19,305	18,340	18,540	财务与估值指标				
应付款项及票据	213	256	281	309	每股指标				
应交税金	6,548	6,355	6,991	7,690	每股收益 (元)	0.60	0.73	0.80	0.91
其他流动负债	60,940	64,886	71,375	78,512	每股净资产 (元)	3.15	5.73	6.20	6.76
流动负债合计	89,874	90,802	96,986	105,051	每股经营性现金流量 (元)	-0.57	0.11	0.10	0.10
长期借贷	89,000	93,817	96,817	97,817	成长性指标				
其他非流动负债	4,516	4,641	4,873	5,019	营业收入增长率	84.44%	28.53%	20.42%	18.21%
非流动负债合计	93,516	98,458	101,690	102,836	净利润增长率	636.41%	34.16%	10.06%	13.56%
负债合计	183,390	189,260	198,676	207,887	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	19,088	22,119	24,119	26,478	毛利率	27.26%	31.05%	30.58%	29.88%
少数股东权益	10,910	12,653	13,529	14,584	净利率	10.02%	10.46%	9.56%	9.19%
负债和股东权益总计	213,388	224,031	236,324	248,949	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	0.74	0.74	0.79	0.89
					存货周转率 (次)	0.29	0.36	0.46	0.52
					偿债能力指标				
					资产负债率	85.94%	84.48%	84.07%	83.51%
					流动比率	177.84%	177.74%	175.40%	170.62%
					速动比率	81.88%	95.47%	94.52%	92.22%
					费用率指标				
					销售费用率	2.73%	2.86%	2.54%	2.52%
					管理费用率	7.63%	7.64%	7.26%	7.26%
					财务费用率	-0.76%	3.26%	3.25%	2.97%
					分红指标				
					分红比例	18.22%	15.00%	15%	15%
					股息收益率	4.32%	4.78%	5.26%	5.97%
					估值指标				
					P/E (倍)	3.80	3.14	2.85	2.51
					P/B (倍)	0.72	0.40	0.37	0.34
					P/S (倍)	0.42	0.33	0.27	0.23
					净资产收益率	19.05%	12.67%	12.88%	13.42%

资料来源：东北证券

分析师简介:

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，三年半信托公司一线业务从业经验，2017年加入东北证券研究咨询分公司，现任房地产组组长。

沈路遥，同济大学土木工程专业学士、硕士，一年房地产开发行业从业经验，2018年加入东北证券研究咨询分公司。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品或服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liyinq@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	lizy@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
华南地区机构销售			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuxx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn