

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 首次覆盖

土储具有优势, 财务杠杆仍有提升空间

报告摘要:

公司发布 2018 年半年度报告。实现收益 94.15 亿元, 同比增长 15%; 实现核心溢利 12.72 亿元, 同比增长 17%; 期内公司毛利率 32.3%, 核心溢利率 13.5%, 较去年同期分别上升 1.6 和 0.2 个百分点。

销售维持增长, 环渤海区域贡献过半。 截止到 8 月底, 公司实现累计销售金额 291.20 亿元, 销售面积 222.93 万平米, 同比分别增长 46% 和 100%, 销售金额增速较年中的 34% 进一步提升; 销售均价为 13062 元/平, 较 2017 年销售均价下降较大, 主要是由于公司深耕环渤海区域, 长三角区域高价项目占比减少, 上半年环渤海区域贡献了约 52.1% 的销售额, 销售金额同比增长 87.7%。

土地储备充沛, 成本优势显著。 2018 年上半年, 公司合计获取 31 幅土地, 新进军了无锡、连云港、扬州、唐山等二线、强三线城市, 新增建筑面积 507 万平米, 权益建面占比 42.62%, 分散投资以降低总体风险; 截止 6 月底, 剔除投资物业后公司在手土储 1906 万平米, 权益面积 1028 万平米, 平均地价 4020 元/平, 为同期销售均价的 31.78%, 其中长三角区域土地成本占总成本的 40.7%, 未来销售潜力可期。

融资成本逆势下降, 财务杠杆存在提升空间。 公司通过合理例用境内外融资渠道, 使得 18 年上半年融资成本仅为 6.4%, 较 17 年全年下降 0.1 个百分点, 随着融资环境出现边际宽松, 公司未来的融资优势将得到放大; 截止 6 月底, 公司总贷款 301.7 亿元, 其中约 46% 为境外贷款, 净负债率仅为 69.2%, 较 17 年底进一步下降 2.6 个百分点; 与此同时公司现金短债覆盖比为 1.66 倍, 短期内无明显偿债压力。

首次覆盖, 给予买入评级。 预计 2018、2019 和 2020 年 EPS 分别为 0.88 元、1.01 元和 1.26 元。当前股价对应 2018、2019 和 2020 年 PE 分别为 3.10 倍、2.71 倍和 2.18 倍。

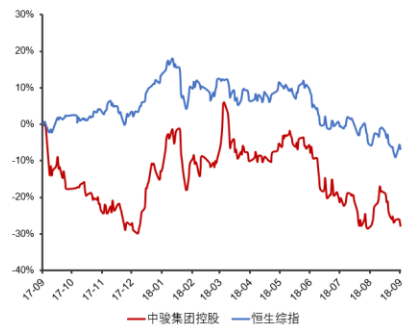
风险提示: 环渤海区域销售不及预期; 人民币贬值风险

股票数据

2018/9/18

6 个月目标价 (港元)	4.30
收盘价 (港元)	3.06
股价区间 (港元)	3.03-4.96
总市值 (百万港元)	11969
总股本 (百万股)	3824
A 股 (百万股)	
B 股/H 股 (百万股)	0/3824
日均成交量 (百万股)	13

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2%	-23%	-28%
相对收益	-2%	-12%	-24%

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

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

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,481	16,105	20,199	26,279	34,462
(+/-)%	16.75%	29.04%	25.42%	30.10%	31.14%
归属母公司净利润	2,072	2,840	3,378	3,863	4,806
(+/-)%	125.58%	37.05%	18.96%	14.35%	24.41%
每股收益 (元)	0.60	0.80	0.88	1.01	1.26
市盈率	4.57	3.43	3.10	2.71	2.18
市净率	1.11	0.84	0.67	0.56	0.45
净资产收益率 (%)	24.39%	24.54%	21.55%	20.53%	20.75%
股息收益率 (%)	4.09%	5.80%	6.45%	7.37%	9.17%
总股本 (百万股)	3424	3824	3824	3824	3824

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	8,145	15,813	19,976	23,878	净利润	2,840	3,378	3,863	4,806
交易性金融资产		494	741	1,112	营运资本变动	1,972	-507	4,775	10,243
应收款项	7,239	10,135	13,175	14,492	其他非现金调整	-1,428	3,315	1,989	2,387
存货	24,707	27,908	36,466	41,112	经营活动产生的现金流量净额	3,424	6,234	10,683	17,504
其他流动资产	1,497	2,231	2,677	3,213	出售固定资产收到的现金	3	19	19	19
流动资产合计	41,589	56,581	73,034	83,807	债务增加	11,807	10,448	7,551	6,612
权益性投资	3,436	2,264	2,943	3,532	其他筹资活动产生的现金流量净额	117	-1,657	-2,320	-3,283
其他长期投资	10,252	20,374	22,004	22,649	筹资活动产生的现金流量净额	5,593	9,467	6,004	4,290
固定资产净值	1,970	2,344	2,504	2,579	投资活动产生的现金流量净额	3,424	6,234	10,683	17,504
商誉及无形资产	3	3	3	3	现金及现金等价物净增加额	933	7,668	4,163	3,903
其他非流动资产	3,282	7,141	8,569	10,283	现金及现金等价物期初余额	7,212	8,145	15,813	19,975
非流动资产合计	24,586	37,886	41,873	44,959	现金及现金等价物期末余额	8,145	15,813	19,976	23,878
资产总计	66,175	94,467	114,907	128,765					
短期借贷及长期借贷当期到期	7,958	10,786	10,247	9,734	财务与估值指标				
应付款项及票据	3,152	6,467	7,760	7,916	每股指标				
应交税金	1,644	2,302	2,532	3,597	每股收益 (元)	0.80	0.88	1.01	1.26
其他流动负债	21,844	30,582	39,734	45,872	每股净资产 (元)	3.26	4.10	4.92	6.06
流动负债合计	34,638	50,136	60,273	67,119	每股经营性现金流量 (元)	0.90	1.63	2.79	4.58
长期借贷	13,565	21,185	27,475	28,849	成长性指标				
其他非流动负债	1,414	2,209	2,319	2,966	营业收入增长率	29.04%	25.42%	30.10%	31.14%
非流动负债合计	14,979	23,394	29,795	31,815	净利润增长率	37.05%	18.96%	14.35%	24.41%
负债合计	49,617	73,530	90,067	98,934	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	12,458	15,676	18,817	23,161	毛利率	34.06%	32.04%	30.35%	30.13%
少数股东权益	4,100	5,261	6,023	6,670	净利率	21.36%	16.73%	14.70%	13.95%
负债和股东权益总计	66,175	94,467	114,907	128,765	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	3.16	2.33	2.25	2.49
					存货周转率 (次)	0.48	0.52	0.57	0.62
					偿债能力指标				
					资产负债率	74.98%	77.84%	78.38%	76.83%
					流动比率	120.00%	112.85%	121.17%	124.86%
					速动比率	49.00%	57.19%	60.67%	63.61%
					费用率指标				
					销售费用率	3.30%	3.15%	2.96%	2.73%
					管理费用率	5.98%	5.26%	5.34%	5.37%
					财务费用率	2.43%	2.82%	2.86%	2.88%
					分红指标				
					分红比例	21.38%	20.00%	20.00%	20.00%
					股息收益率	5.80%	6.45%	7.37%	9.17%
					估值指标				
					P/E (倍)	3.43	3.10	2.71	2.18
					P/B (倍)	0.84	0.67	0.56	0.45
					P/S (倍)	0.65	0.52	0.40	0.30
					净资产收益率	24.54%	21.55%	20.53%	20.75%

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）等级金融产品及服务，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	liyin@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