

投资评级 优于大市 维持

## 业绩处于恢复期，土地和现金流两手抓

### 股票数据

10月30日收盘价(元)	14.07
52周股价波动(元)	14.07-29.49
总股本/流通A股(百万股)	3914/3893
总市值/流通市值(百万元)	55069/54780

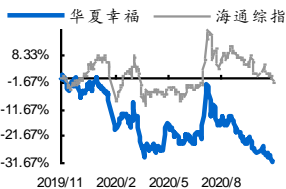
### 相关研究

《销售持续去环京，商业版图布局基本完成》  
 2020.09.13

《京外拓展稳步推进，新领域逐步铺开》  
 2020.04.27

《区域销售趋于平衡，待新年厚积薄发》  
 2020.01.18

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.3	-17.6	-18.8
相对涨幅(%)	-9.6	-14.6	-19.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:杨凡

Tel:(010)58067828

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

### 投资要点:

- **经营业绩同比下滑，但逐渐恢复并趋稳。**公司2020Q1-3营业收入567亿元，同比下降11.79%；营业利润120亿元，同比下降16.24%；净利润80.5亿元，同比下降18.59%；归母净利润72.8亿元，同比下降25.3%；每股收益1.84元，同比下降42.14%。虽然同比存在一定的下滑，但公司第三季度单季的归属上市股东的净利润从半年度的同比下降28.5%缩窄至同比下降3.8%，公司经营情况正在逐渐摆脱疫情影响并趋稳。
- **毛利率同比提升，有息负债体量增加导致财务费用增长。**利润率方面，公司2020Q1-3毛利率42.44%，同比增加2.04个百分点；净利率12.83%，同比下滑2.32个百分点。公司三项费率占营业收入比重14.44%，较2019年同期增长4.26个百分点，其主要原因是财务费用增长较多。2020Q1-3公司销售费用和管理费用分别为10亿元和35亿元，同比分别下滑14.51%和21.28%，财务费用36.78亿元，同比增长301%。我们认为，公司财务费用增长主要因为公司有息负债的增加，截止2019Q3公司有息负债2118亿元，同比增长19%。
- **资产负债率和剔除预收账款负债率同比下滑。**根据公司三季报，截止2020Q3公司账面现金386亿元，较2019年底下降9%；总资产5068亿元，同比增长11.74%，净资产553亿元，同比增长14.3%。公司资产负债率82.06%，同比下滑2.89个百分点，有息负债率41.79%，同比增加1.81个百分点；剔除预收账款负债率76%，同比78%下滑1.91个百分点。
- **积极补充土地，经营现金流持续改善。**2020年前三季度，公司土地支出198.5亿元，同比增加近25亿元，规划计容建筑面积比2019年年末增加110.6万平方米。在公司加大资源储备投资特别是对商业地产及相关业务的土地投资，以及土地支付金额较去年同期增加25亿元的情况下，公司整体经营性现金流量净流出额减少145亿元，公司经营性现金流呈稳步改善的趋势，其中，公司产业新城及相关业务现金流情况较上年同期得到较大改善，经营性现金流量净流出额减少253亿元。
- **投资建议：“优于大市”。**公司2020年业绩受疫情影响较大，短期业绩增速可能存在同比下滑的情况。根据公司最新季报情况，我们下调了对公司全年净利润预测。我们预计公司2020年EPS为2.87元每股，给予公司2020年5-6倍PE估值，对应市值约为562-674亿元，对应合理价值区间为14.35-17.22元。**风险提示：**受疫情影响，公司销售、开工和结转业绩均可能受影响，收入和利润增速可能低于预期。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	83799	105210	91353	109868	132510
(+/-)YoY(%)	40.5%	25.6%	-13.2%	20.3%	20.6%
净利润(百万元)	11746	14612	11233	13564	16051
(+/-)YoY(%)	32.9%	24.4%	-23.1%	20.8%	18.3%
全面摊薄EPS(元)	3.00	3.73	2.87	3.47	4.10
毛利率(%)	41.6%	43.7%	40.3%	39.9%	39.4%
净资产收益率(%)	26.8%	29.2%	19.5%	20.8%	21.6%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2019Q1-3	2020Q1-3	Ppt	海通分析
毛利率	40.40%	42.44%	2.04	
净利率	15.15%	12.83%	-2.32	
资产负债率	84.94%	82.06%	-2.89	
有息负债率	39.98%	41.79%	1.81	一年内到期的非流动负债和长期借款增加所致。
三项费用占收入比	10.18%	14.44%	4.26	长期借款增加因公司质押借款、保证借款增加
(百万元)	2019 年	2020 年	增速%	
总资产	457812	506813	11.74%	
净资产	50036	55251	14.30%	
货币现金	42963	38609	-9.13%	
预收账款 (包括合同负债)	125285	120202	-8.89%	
经营活动现金流净额	-31819	-25073	-	支付工程款减少

资料来源: 公司 2020 年三季报, 海通证券研究所

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2019Q1-3	2020Q1-3	YOY%	海通分析
一、营业总收入	64318	56734	-11.79%	本期销售减少
二、营业总成本				
营业成本	38334	32657	-14.81%	
营业税金及附加	4964	3203	-35.48%	
销售费用	1170	1001	-14.51%	
管理费用	4462	3512	-21.28%	
财务费用	916	3678	301.33%	
资产和信用减值损失	-420	-953	126.96%	应收账款和其他应收账款坏账准备增加导致信用减值损失增加, 计提存货跌价准备影响资产减值损失
投资净收益和其他收益	304	155	-49.07%	
三、营业利润	14269	11952	-16.24%	
加: 营业外净收入	-227	-52	-77.20%	本期捐赠减少
四、利润总额	14042	11900	-15.25%	
减: 所得税	4154	3850	-7.31%	
五、净利润	9888	8050	-18.59%	
减: 少数股东损益	142	770	443.72%	
归属母公司净利润	9746	7280	-25.30%	
六、每股收益				
每股收益 (元)	3.18	1.84	-42.14%	

资料来源: 公司 2020 年三季报, 海通证券研究所

**表 3 公司盈利预测表**

	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入 (百万元)	105210	91353	109868	132510
二、营业总成本 (百万元)	82663	73685	88595	107392
三、营业利润 (百万元)	22546	17668	21273	25118
加: 营业外收支 (百万元)	-289	-300	-300	-300
四、利润总额 (百万元)	22257	17368	20973	24818
五、净利润 (百万元)	14685	11289	13632	16132
减: 少数股东损益 (百万元)	73	56	68	81
六、归母公司所有者净利润 (百万元)	14612	11233	13564	16051
每股收益 (元/股)	3.73	2.87	3.47	4.10

资料来源: Wind、公司 2019 年年报、海通证券研究所

**表 4 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2020) 2020PE/(2019-21 年净利润复合增速)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000002.SZ	万科 A	3201	3.47	3.85	4.44	7.94	7.16	6.20	0.55
600048.SH	保利地产	1838	2.35	2.72	3.21	6.54	5.65	4.79	0.33
001979.SZ	招商蛇口	1114	1.99	2.17	2.53	7.07	6.48	5.56	0.51
600383.SH	金地集团	603	2.23	2.56	2.98	5.99	5.21	4.48	0.33
	均值					6.88	6.12	5.26	0.43

 注: 收盘价为 2020 年 10 月 30 日价格, 除华夏幸福 2019-2020 年 EPS 为海通预测外其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期  
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>105210</b>	<b>91353</b>	<b>109868</b>	<b>132510</b>
每股收益	3.73	2.87	3.47	4.10	营业成本	59253	54528	66030	80325
每股净资产	12.78	14.74	16.67	18.98	毛利率%	43.7%	40.3%	39.9%	39.4%
每股经营现金流	-8.13	22.39	1.54	0.89	营业税金及附加	8621	6851	8240	9938
每股股利	1.50	1.28	1.53	1.79	营业税金率%	8.2%	7.5%	7.5%	7.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1893	1644	1978	2385
P/E	3.77	4.90	4.06	3.43	营业费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
P/B	1.10	0.95	0.84	0.74	管理费用	8045	7034	8460	10203
P/S	0.40	0.60	0.50	0.42	管理费用率%	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%
EV/EBITDA	7.59	5.58	4.95	4.53	EBIT	27388	21285	25149	29645
股息率%	<b>5.2%</b>	<b>7.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>10.5%</b>	财务费用	2782	2851	3020	3541
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.6%	3.1%	2.7%	2.7%
毛利率	43.7%	40.3%	39.9%	39.4%	资产减值损失	-2087	1285	1400	1564
净利润率	13.9%	12.3%	12.3%	12.1%	投资收益	303	318	344	378
净资产收益率	29.2%	19.5%	20.8%	21.6%	<b>营业利润</b>	<b>22546</b>	<b>17668</b>	<b>21273</b>	<b>25118</b>
资产回报率	3.2%	2.4%	2.7%	3.0%	营业外收支	-289	-300	-300	-300
投资回报率	8.7%	10.1%	10.8%	11.4%	<b>利润总额</b>	<b>22257</b>	<b>17368</b>	<b>20973</b>	<b>24818</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	29134	21998	25958	30550
营业收入增长率	25.6%	-13.2%	20.3%	20.6%	所得税	7572	6079	7341	8686
EBIT 增长率	39.9%	-22.3%	18.2%	17.9%	有效所得税率%	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润增长率	24.4%	-23.1%	20.8%	18.3%	少数股东损益	73	56	68	81
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>14612</b>	<b>11233</b>	<b>13564</b>	<b>16051</b>
资产负债率	83.9%	82.8%	82.2%	81.9%					
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.7	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.7	货币资金	42963	132098	139399	144631
现金比率	0.2	0.5	0.5	0.5	应收账款及应收票据	46871	29033	30101	34489
<b>经营效率指标</b>					存货	290281	237535	253267	279486
应收帐款周转天数	141.0	116.0	100.0	95.0	其它流动资产	38729	35251	38637	42791
存货周转天数	1678.0	1590.0	1400.0	1270.0	流动资产合计	418844	433917	461403	501397
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	长期股权投资	4738	4738	4738	4738
固定资产周转率	16.5	11.5	13.2	15.3	固定资产	7691	8144	8508	8781
					在建工程	6589	7589	8589	9589
					无形资产	6998	7032	7060	7081
					非流动资产合计	38967	39445	39826	40111
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>457812</b>	<b>473362</b>	<b>501229</b>	<b>541508</b>
净利润	14612	11233	13564	16051	短期借款	26575	27000	30000	35000
少数股东损益	73	56	68	81	应付票据及应付账款	45594	41830	50653	61619
非现金支出	4244	1998	2209	2469	预收账款	125285	118759	109868	106008
非经营收益	3924	3153	3530	4036	其它流动负债	67878	75586	82888	91930
营运资金变动	-54671	71205	-13341	-19169	流动负债合计	265332	263175	273409	294557
<b>经营活动现金流</b>	<b>-31819</b>	<b>87645</b>	<b>6030</b>	<b>3468</b>	长期借款	48790	58790	68790	78790
资产	-4081	-2550	-2550	-2550	其它长期负债	70004	70004	70004	70004
投资	5590	0	0	0	非流动负债合计	118794	128794	138794	148794
其他	-161	418	444	478	<b>负债总计</b>	<b>384126</b>	<b>391968</b>	<b>412203</b>	<b>443350</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>1349</b>	<b>-2132</b>	<b>-2106</b>	<b>-2072</b>	实收资本	3013	3914	3914	3914
债权募资	40031	425	3000	15000	归属于母公司所有者权益	50036	57687	65251	74302
股权募资	19976	901	0	0	少数股东权益	23650	23706	23775	23855
其他	-34089	2297	376	-11164	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>457812</b>	<b>473362</b>	<b>501229</b>	<b>541508</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>25919</b>	<b>3622</b>	<b>3376</b>	<b>3836</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-4552</b>	<b>89136</b>	<b>7300</b>	<b>5232</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 30 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
杨凡 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中国恒大,我爱我家,世茂股份,保利物业,中国国贸,光大嘉宝,浦东金桥,华侨城 A,华润置地,城建发展,碧桂园,新湖中宝,中华企业,金科股份,光明地产,雅生活服务,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,三湘印象,龙湖集团,金地集团,招商蛇口,华发股份,金融街,中国海外发展,融创中国,电子城,世茂集团,外高桥

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。