

公司研究/公告点评

2020年07月14日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.09
合理价格区间(元): 10.64~11.20

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

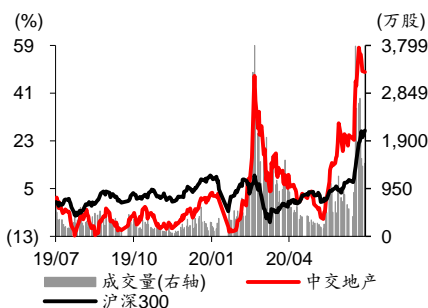
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

1 《中交地产(000736 SZ,买入): 背靠五商中交, 胸怀鸿鹄之志》2020.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

融资额度调升, 为快速成长铺路

中交地产(000736)

核心观点

7月10日公司董事会审议通过增加2020年融资额度的议案(全年拟增加融资额度336.07亿元)。上半年公司融资通畅,借款余额相比2019年末翻倍,7月ABS、公司债获批打通多元融资渠道。上半年公司销售拿地实现跨越式增长,全年销售有望向350-400亿发起冲击。我们维持2020-2022年归母净利润预测,预计EPS为1.12、1.41、1.77元(最新股本折算),维持“买入”评级。

2020年融资额度持续增加, 彰显快速成长蓝图

继2020年1月公司《关于2020年度融资计划的议案》提出全年计划融资额度307.73亿元之后,7月10日公司董事会审议通过《关于增加2020年度融资额度的议案》,为满足公司经营发展需要,提高决策效率,全年拟增加融资额度336.07亿元,计划融资成本不超过10%。公司2020年初计划融资额度307亿,此次融资额度增加意味着公司上半年融资进展顺利,同时下半年继续成长动力充裕,7月9日20亿ABS获得审批,7月13日7亿公司债获得证监会审批,今年以来多样融资渠道持续打通。

2020年6月末借款余额相比2019年末翻倍, 融资优势持续兑现

2020年6月末公司借款余额413.78亿元,上半年累计新增借款净额200.3亿元,累计新增借款净额为2019年末净资产的319.92%。新增借款净额中,信托计划、银行贷款、其他借款占比71%、22%、11%,关联借款及委托贷款等减少8.93亿元。整体行业目前处于去杠杆阶段,而公司逆势加杠杆体现了强烈的成长预期,以及央企背景下的资源禀赋和集团支持。

销售拿地跨越式增长, 尽显黑马本色

克而瑞统计,2020年上半年公司全口径销售金额206.3亿元,权益金额121.4亿元,同比增长121%和112%,增速位居A股上市房企前列;此外融资积极助推货值跨越式增长,上半年新增全口径货值632亿元,位居全国第23名。公司货值充裕,集中于核心一二线城市,市场化改革叠加融资优势有望加速优质资源周转兑现,我们认为公司全年销售有望向350-400亿发起冲击。

小身材大梦想, 维持“买入”评级

公司为中交建集团旗下唯一A股地产平台,有望受益于集团全产业链和融资扶持,且集团做强做大诉求较强,承诺在2021年底前启动下属其他涉房企业与中交地产的深度融合(来源:2019年报)。前绿城核心高管李永前上任加速市场化改革,公司有望迎来全面成长期。我们维持2020-2022年归母净利润预测,预计EPS为1.12、1.41、1.77元(按照最新股本折算),参考可比公司2020年平均PE估值7.3倍,考虑到销售、拿地高增长预期,我们认为公司2020年合理PE估值9.5-10倍,目标价10.64-11.20元,前值(10.22-10.95元),维持“买入”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性, 行业政策风险, 行业下行风险, 经营风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	695.43
流通A股(百万股)	695.43
52周内股价区间(元)	6.24-10.55
总市值(百万元)	5,626
总资产(百万元)	57,944
每股净资产(元)	3.92

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,948	14,063	17,227	22,112	28,255
+/-%	42.91	57.17	22.49	28.36	27.78
归属母公司净利润(百万元)	809.87	542.50	780.22	981.30	1,229
+/-%	36.69	(33.01)	43.82	25.77	25.21
EPS(元, 最新摊薄)	1.16	0.78	1.12	1.41	1.77
PE(倍)	6.95	10.37	7.21	5.73	4.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值(截至2020年7月13日)

公司名称	股票代码	目标价(元)	评级	收盘价(元)	EPS				P/E			
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
城建发展	600266 CH	7.68-8.32	增持	6.06	0.93	1.28	1.45	1.63	6.55	4.73	4.18	3.72
招商蛇口	001979 CH	-	无评级	19.80	2.02	2.34	2.74	3.21	9.78	8.46	7.23	6.17
大悦城	000031 CH	6.44-7.00	买入	6.29	0.55	0.56	0.69	0.85	10.90	10.80	8.77	7.12
华发股份	600325 CH	8.46-9.17	买入	7.68	1.32	1.51	1.90	2.38	5.76	5.02	3.99	3.18
平均									8.25	7.25	6.04	5.05

注: 招商蛇口盈利预测来源于Wind一致预期, 其余均为华泰地产团队预测

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

疫情发展不确定性: 海外疫情蔓延、国内疫情反复、超级传播者出现的可能、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

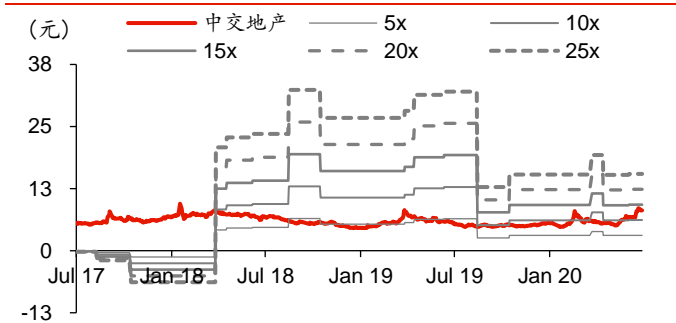
行业政策风险: 宏观流动性政策的变化, “一城一策”落地的节奏、范围、力度, 房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度, 房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险: 若调控政策未出现较大力度放松, 行业经历2008年以来最长上行周期后, 需求存在一定透支, 叠加居民加杠杆空间和能力的收窄以及疫情的冲击, 本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能(尤其是部分三四线城市), 使得行业销售、新开工、投资增速低于我们的预测值。

经营风险: 公司逆周期加杠杆加剧资金链压力, 全面市场化改革效果不及预期。

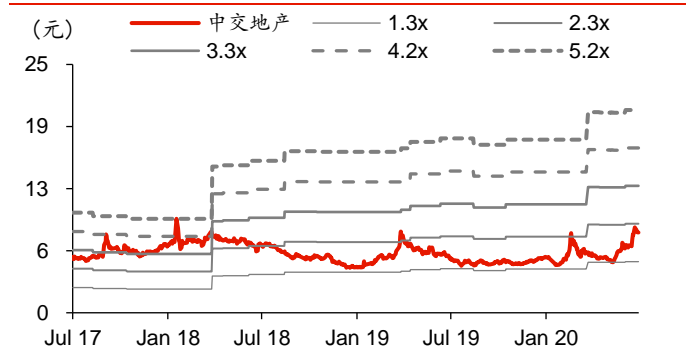
PE/PB - Bands

图表2: 中交地产历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 中交地产历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37,421	44,576	68,240	85,072	106,270
现金	6,197	7,890	11,307	17,007	26,260
应收账款	89.23	22.00	70.68	93.41	105.74
其他应收账款	4,208	4,499	5,901	7,874	9,763
预付账款	989.18	850.79	1,219	1,657	2,006
存货	24,583	29,508	48,210	56,732	66,274
其他流动资产	1,355	1,806	1,532	1,709	1,861
非流动资产	2,808	2,917	2,872	3,625	4,459
长期投资	882.82	1,229	1,352	1,487	1,636
固定投资	57.52	62.94	512.34	1,067	1,694
无形资产	6.25	6.39	5.37	4.08	2.76
其他非流动资产	1,862	1,618	1,002	1,066	1,126
资产总计	40,230	47,492	71,112	88,697	110,729
流动负债	26,140	28,290	42,868	50,523	60,510
短期借款	0.00	0.00	3,668	3,480	3,895
应付账款	3,432	6,036	7,023	9,138	11,673
其他流动负债	22,708	22,253	32,177	37,905	44,942
非流动负债	9,860	12,941	20,385	28,440	38,070
长期借款	6,505	6,576	13,426	20,786	29,656
其他非流动负债	3,355	6,365	6,959	7,654	8,414
负债合计	35,999	41,231	63,253	78,963	98,580
少数股东权益	1,945	3,526	4,348	5,345	6,648
股本	445.79	534.95	695.43	695.43	695.43
资本公积	221.13	221.32	114.33	114.33	114.33
留存公积	1,618	2,034	2,702	3,580	4,691
归属母公司股东权益	2,285	2,735	3,512	4,390	5,501
负债和股东权益	40,230	47,492	71,112	88,697	110,729

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	5,796	(4,612)	(7,230)	(909.74)	750.76
净利润	1,152	1,122	1,602	1,978	2,532
折旧摊销	36.53	33.67	76.31	171.25	298.36
财务费用	(65.56)	23.39	288.60	360.75	461.76
投资损失	(139.71)	(43.62)	(58.89)	(129.55)	(132.14)
营运资金变动	4,813	(6,207)	(9,709)	(3,427)	(2,549)
其他经营现金	0.16	460.03	571.32	136.90	139.53
投资活动现金	(76.85)	(771.33)	(241.71)	(827.92)	(1,005)
资本支出	16.98	24.84	500.00	700.00	900.00
长期投资	613.59	1,112	152.53	167.78	184.56
其他投资现金	553.71	365.82	410.82	39.87	79.37
筹资活动现金	(4,700)	6,439	10,889	7,438	9,508
短期借款	(1,451)	0.00	3,668	(187.62)	415.00
长期借款	820.82	71.56	6,850	7,360	8,870
普通股增加	148.60	89.16	160.48	0.00	0.00
资本公积增加	(1,065)	0.19	(106.99)	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,153)	6,278	317.82	265.16	222.89
现金净增加额	1,020	1,056	3,417	5,700	9,253

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,948	14,063	17,227	22,112	28,255
营业成本	6,184	10,497	12,781	16,350	20,902
营业税金及附加	798.03	568.36	997.58	1,267	1,545
营业费用	298.30	346.46	534.40	647.41	821.83
管理费用	357.56	370.33	593.79	722.45	910.24
财务费用	(65.56)	23.39	288.60	360.75	461.76
资产减值损失	(16.95)	(421.71)	(221.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.71	43.62	58.89	129.55	132.14
营业利润	1,538	1,791	2,345	2,931	3,782
营业外收入	7.87	3.72	5.10	5.10	4.87
营业外支出	3.81	4.00	3.38	3.66	3.62
利润总额	1,542	1,791	2,347	2,933	3,784
所得税	389.76	668.79	745.07	954.19	1,252
净利润	1,152	1,122	1,602	1,978	2,532
少数股东损益	342.22	579.44	821.31	997.07	1,303
归属母公司净利润	809.87	542.50	780.22	981.30	1,229
EBITDA	1,509	1,848	2,710	3,463	4,543
EPS (元, 基本)	1.82	1.01	1.12	1.41	1.77

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	42.91	57.17	22.49	28.36	27.78
营业利润	47.11	16.47	30.93	25.00	29.04
归属母公司净利润	36.69	(33.01)	43.82	25.77	25.21
获利能力 (%)					
毛利率	30.88	25.36	25.80	26.06	26.02
净利率	9.05	3.86	4.53	4.44	4.35
ROE	35.44	19.84	22.22	22.36	22.34
ROIC	14.70	13.60	9.67	9.93	11.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	89.48	86.82	88.95	89.03	89.03
净负债比率 (%)	27.26	26.79	34.80	37.58	40.07
流动比率	1.43	1.58	1.59	1.68	1.76
速动比率	0.49	0.52	0.46	0.55	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.32	0.29	0.28	0.28
应收账款周转率	194.38	251.68	364.33	264.54	279.02
应付账款周转率	2.23	2.22	1.96	2.02	2.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.78	1.12	1.41	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	8.34	(6.63)	(10.40)	(1.31)	1.08
每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.93	5.05	6.31	7.91
估值比率					
PE (倍)	6.95	10.37	7.21	5.73	4.58
PB (倍)	2.46	2.06	1.60	1.28	1.02
EV_EBITDA (倍)	8.22	6.71	4.58	3.58	2.73

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师陈慎、刘璐、韩笑本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司