

强烈推荐（首次）

三年一跃新征程

弘阳地产 01996.HK

目标股价：2.90 港元
当前股价：2.54 港元

基础数据

流通市值（百万港元）	8,432.81
发行股份（百万股）	3,320.01
每股净资产（港元）	4.18
近3月平均日交易量(百万港元)	11.91
主要股东持股比例 (%)	
弘阳集团（控股）	72.29
弘阳集团	72.29

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-12.66	-3.09	9.75
绝对表现	-6.27	0.4	-4.87
近12月最高价(港元)	20-01-16	2.86	
近12月最低价(港元)	20-03-19	1.75	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券
相关报告

分析师 董浩

执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君

852-25105555
zhouzhuojun@cric.com

投资要点

- 公司多年来深耕长三角都市圈，从“小而美”的区域型房企逐渐蜕变为“住宅+商业”双轮驱动的全国性开发商。近年来公司销售高成长，土地储备优良，同时商业运营已积淀出行业领先的规模和品牌效应。当前土储覆盖近 50 城。2019 年公司合约销售额 651 亿元，同比+37.5%，位居克而瑞百强房企销售排行榜第 54 位，2017-2019 三年 CAGR 近 70%。
- 复盘发展历程，近年公司销售取得亮眼增长主要有以下几点原因：**
 - 精耕长三角都市圈：土储集中于长三角核心区域（59%）及二线热点城市（74.5%），高消费指数及稳定人口净流入带来抗风险能力，同时核心都市圈自身及外溢需求推动销售高增长；**公司总土储/销售面积为 3.5X，短期业绩保障性较高。
 - 适时外拓，完善全国化布局：**近期公司新进拓展华南、西南等区域市场，拿地项目对标都市圈的外溢需求，带来较高品牌溢价。
 - 财务结构优化，良好回款水平为较为进取的土地投资提供保证：**公司销售回款有力覆盖土地款支出，公司计划 40%-50%回款用于投资端保障高增速的维持。截至 2019 年末公司销售回款率高达 94%，相较去年同期提升 4.0 个 PCT，高于行业平均水平。
 - 完善激励机制，打造营销铁军：**公司充分启用职业经理人制度，同时配备完善专项激励机制、薪酬激励机制、股权激励机制和项目跟投机制，值得一提的是，公司营销团队在业内享有良好口碑，为项目高去化率提供前线保障。
- 同时，公司基于住宅主航道，衍生相关多元化。**
 - 商业地产：轻重结合，商业运营能力快速提升。**公司商业地产的开发贯彻“销售为主、自持为辅”的轻资产模式，配合投资性物业的开发，双轮驱动拓宽收入来源并促进可售物业的附加价值提升。2019 年末公司已开业四座弘阳广场及两间酒店，此外筹备中位于二线热点城市的十一座弘阳广场，于报告期内公司商业物业实现租金收入约 4.1 亿元，占公司总营收 2.7%，同比+14.6%。
 - 弘阳服务：物业管理资本市场加速。**弘阳服务成立于 2003 年，2018 年弘阳服务开启收并购之路并实现年复合增长率近 85%。2019 年位列中国物业服务企业 35 强，累计在管项目面积近 3000 万方，实现营收 5.0 亿元，同比+44.1%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比+79.0%。2020 年 6 月弘阳服务开启全球招股，预计募集资金近 5 亿港元，并将于 7 月 7 日正式在港挂牌。
- 投资建议：**公司多年来深耕长三角都市圈，从“小而美”的区域型房企逐渐蜕变为“住宅+商业”双轮驱动的全国性开发商。近年来公司销售高成长，土地储备优良，同时商业运营已积淀出行业领先的规模和品牌效应，我们看好公司未来销售持续增长的潜力，以及商管、物管等存量业务的大发展。给予 2020-2021 年 EPS 分别为 0.59 和 0.75 元，对应 PE 分别为 4.0 和 3.1 倍，目标价为 2.90 港元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**行业销售不及预期，政策调控超预期，公司业绩不及预期。

核心数据

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6139.7	9238.7	15169.5	21995.8	27494.7
增长率 (%)	-30.0%	50.5%	64.2%	45.0%	25.0%
净利润(百万元)	1220.7	1412.3	1467.6	1959.8	2500.2
增长率 (%)	31.1%	15.7%	3.9%	33.5%	27.6%
每股收益 (EPS)	-	0.43	0.44	0.59	0.75
市盈率 (P/E)	-	5.4	5.2	4.0	3.1
市净率 (P/B)	-	0.6	0.4	0.4	0.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E	资产负债表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
营业收入	6139.7	9238.7	15169.5	21995.8	27494.7	现金及现金等价物	2478.1	6232.6	8691.5	12106.4	16478.3
营业成本	3648.0	6351.7	11356.2	15837.0	19796.2	应收账款及其他应收款项	4103.0	9201.3	16683.8	26247.2	13957.7
毛利	2491.6	2887.1	3813.3	6158.8	7698.5	存货	18802.0	30869.3	39621.4	41147.2	53709.7
销售费用	240.3	341.8	652.0	879.8	1099.8	其他流动资产	1764.8	6291.3	8152.9	8452.9	8752.9
管理费用	305.2	686.3	1089.7	1539.7	1980.7	流动资产合计	30165.6	54313.2	74298.0	90516.7	95299.4
财务费用	441.5	499.3	634.3	1209.8	1512.2	固定资产及在建工程	747.0	988.6	807.9	867.7	923.2
其他费用/(-收入)	-396.1	-815.6	-1298.1	-1099.8	-1374.7	长期股权投资	8722.9	9397.0	11572.0	13572.0	15572.0
营业利润	1900.8	2175.4	2735.4	3629.3	4480.6	无形资产、商誉	14.2	12.0	170.1	178.3	186.4
所得税费用	705.3	852.3	1099.5	1451.7	1702.6	其他非流动资产	200.6	443.1	727.6	1927.6	3127.6
净利润	1195.5	1323.1	1635.9	2177.6	2777.9	非流动资产合计	11159.7	13608.8	21099.1	19950.2	23924.3
少数股东损益	-25.2	-89.1	168.3	217.8	277.8	资产总计	41325.3	67922.1	95397.1	110466.9	119223.7
归属于母公司净利润	1220.7	1412.3	1467.6	1959.8	2500.2	短期借款	4636.5	10826.6	12411.4	12899.2	12567.8
						应付账款及其他应付款项	2080.7	2885.6	4911.6	8285.9	5803.5
						合同负债	10290.0	16639.0	24975.0	26959.5	34139.9
						其他流动负债	5930.4	8663.4	12408.6	14408.6	16408.6
						流动负债合计	23953.4	40649.4	56875.8	66542.8	72628.9
						长期借款	6993.0	11093.0	9755.0	12899.2	12567.8
						长期应付账款及其他应付款项	1911.0	2330.0	2428.0	2499.1	2889.9
						其他长期负债	11.1	0.0	8291.8	8791.8	9291.8
						非流动负债合计	8915.1	13423.0	20474.8	24190.1	24749.6
						负债合计	32868.5	54072.3	77350.6	90732.8	97378.4
						股本	0.0	28.3	28.3	28.3	28.3
						储备	8298.1	12666.7	13859.5	15329.4	17162.8
						少数股东权益	158.7	1154.8	4158.7	4376.5	4654.3
						负债和股东权益总计	41325.3	67922.1	95397.1	110466.9	119223.7
财务指标	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E	现金流量表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
盈利能力	14.1%	9.6%	9.1%	11.0%	12.7%	净利润	1220.7	1412.3	1467.6	1959.8	2500.2
ROE	40.6%	31.2%	25.1%	28.0%	28.0%	折旧摊销	63.4	80.5	128.4	104.5	116.5
毛利率	31.0%	23.5%	18.0%	16.5%	16.3%	营运资本变动	-4105.6	-2678.5	2092.6	1500.0	1800.0
营业利润率	19.5%	14.3%	10.8%	9.9%	10.1%	利息净支出	203.6	393.6	479.4	715.4	1071.3
销售净利率						其他	-879.9	-1836.0	-3178.3	-605.4	-933.8
成长能力	-30.0%	50.5%	64.2%	45.0%	25.0%	经营活动现金流	-3498.0	-2628.0	989.7	3674.3	4554.1
营业收入增长率	14.4%	14.4%	25.7%	32.7%	23.5%	资本支出	119.6	319.0	107.0	145.8	154.8
营业利润增长率	28.4%	10.7%	23.6%	33.1%	27.6%	其他	1035.9	-721.7	-593.1	-657.4	-625.2
净利润增长率						投资活动现金流	1178.6	-3980.2	-6484.0	-5071.0	-5764.3
偿债能力	79.5%	79.6%	81.1%	82.1%	81.7%	债务融资	3564.2	6929.6	5686.8	3632.0	-662.7
资产负债率	125.9%	133.6%	130.6%	136.0%	131.2%	权益融资	-300.0	2960.2	-303.6	-490.0	-666.7
流动比	47.4%	57.7%	61.0%	74.2%	57.3%	其它	-865.5	473.0	2501.5	1601.1	6843.0
速动比	14.1%	9.6%	9.1%	11.0%	12.7%	筹资活动现金流	2398.8	10362.8	7884.7	4743.2	5513.6
						汇率变动	0.0	0.0	68.5	68.5	68.5
						现金净增加额	79.4	3754.5	2458.9	3414.9	4371.8
每股指标与估值	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E						
每股指标	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E						
EPS	-	0.43	0.44	0.59	0.75						
BVPS	-	4.2	5.4	5.9	6.6						
估值											
P/E	-	5.4	5.2	4.0	3.1						
P/B	-	0.6	0.4	0.4	0.4						
P/S	-	0.8	0.5	0.4	0.3						

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

内容目录

一、公司发展历程复盘	6
主业定位：地产版图初布局，住宅+商业双轮驱动	6
品牌经营：扎根南京，辐射苏皖，落子张弛有度	6
资本扩张：登陆资本市场，打开高增速通道	6
公司股权结构稳定且创始人拥有公司绝对控制权	7
二、业绩稳健增长，利润率短期承压	9
三、销售跨越式增长及原因探讨	11
秉持“做透大江苏，深耕长三角，布局都市圈”投资策略	11
近三年主流房企销售增速及规模对比	12
各月及各区域销售表现	13
小结：销售高增长的基础及讨论	15
1. 精耕长三角都市圈，具备抗风险性及品牌溢价	16
总土储/销售面积为 3.5X	16
2. 适时外拓，完善全国化布局	19
新增拿地彰显公司全国化布局决心	19
2019 年 H1 地售比处于历史高点，安全边际较低	20
重点城市拿地成本具备优势，但当期成本小幅回升	21
近期经营项目多对标核心都市圈的外溢需求，升值空间较大	22
多合作致权益比下滑	24
3. 财务结构优化，良好回款水平为较为进取的土地投资提供保证	25
多元住宅产品线覆盖刚需到顶级物业，不断贴合当代社会发展特征	25
基于匹配各类客群需求的成熟产品线，公司项目开销比表现优异	26
销售回款率高达 94%，良好回款为土地投资提供保证	27
4. 完善激励机制，打造营销铁军	27
四、财务结构持续优化	28
有息负债规模进一步扩张	28
近期债务偿还压力较大，现金短债比改善程度有限	29
公司债券融资利率位居同评级主体前列	31
五、基于住宅主航道，衍生相关多元化	34
商业地产：轻重结合，商业运营能力快速提升	34
弘阳服务：物业管理资本市场加速	36
六、估值	38
PE-Band	38
RNAV 估值	39
投资建议	39
风险提示	39

图表目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司自创立以来新进城市个数	7
图 3: 公司股权结构	8
图 4: 2018-2019 年每股股息及派息率	8
图 5: 2018-2019 年股息率	8
图 6: 近五年主营收入及归母净利润表现	9
图 7: 近五年毛利及净利润表现	9
图 8: 近五年来三费及占比	9
图 9: 近五年规模及业务可比公司三费占营收比重 (%)	9
图 10: 近五年营收占比构成	10
图 11: 近五年各版块营收 (亿元) 及增速 (右)	10
图 12: 近五年毛利率及净利率	11
图 13: 近五年规模及业务可比公司毛利率表现	11
图 14: 近五年规模及业务可比公司净利率表现	11
图 15: 近五年公司销售及利润对比	12
图 16: 近五年合约销售金额及增速	12
图 17: 近五年合约销售面积及增速	12
图 18: 近三年主流房企销售增速及规模对比	13
图 19: 公司各月销售表现	14
图 20: 公司各城市销售表现	14
图 21: 2019 年公司各条线城市销售表现	14
图 22: 2017-2019 年土储总建面	16
图 23: 2017-2019 年持作投资土储	16
图 24: 2017-2019 年可供开发土储	16
图 25: 2017-2019 年已竣工可售土储	16
图 26: 2017-2019 年土储区域分布 (万方)	17
图 27: 2017-2019 年土储各城市等级分布 (万方)	17
图 28: 截至 2019 年末公司土储省级分布	18
图 29: 2016-2019H1 公司新增土储及权益比	19
图 30: 近年长三角区域重点城市政策变化	20
图 31: 2011-2019 年 H1 公司土储成本	21
图 32: 2011-2019 年 H1 公司拿地单价/销售单价	21
图 33: 公司重点城市南京拿地成本表现	21
图 34: 公司重点城市苏州拿地成本表现	22
图 35: 无锡昕悦府交通图	23
图 36: 常州锦凤和鸣交通图	24
图 37: 常州锦凤和鸣商业综合体效果图	24

图 38: 2011-2019 年拿地权益比	25
图 39: 公司合作项目	25
图 40: 近期公司高周转项目展示	26
图 41: 公司住宅项目—无锡弘阳三万顷	26
图 42: 近期公司高回款项目展示	27
图 43: 2017-2019 年公司销售回款率	27
图 44: 2019 年主流地产公司管理层年度薪酬	28
图 45: 2019 年主流地产公司收入前三的董事薪酬	28
图 46: 2015-2019 年公司借款总额	29
图 47: 2015-2019 年银行借款及优先票据（亿元）	29
图 48: 近三年计息银行借款及其他借款抵押情况（亿）	29
图 49: 近三年抵押货款率	29
图 50: 2015-2019 年公司债务期限结构	30
图 51: 2015-2019 年公司长短债比例	30
图 52: 公司与 TOP70 房企平均融资成本中位数比较	30
图 53: 2019 年主流地产公司融资成本比较	30
图 54: 同评级主体债券发行利率比较	31
图 55: 2015-2019 年公司现金流情况	33
图 56: 2015-2019 年资产负债率与净负债率比较	33
图 57: 2019 年主流地产公司净负债率比较	33
图 58: 商业地产收入（亿元）	34
图 59: 商业地产收入占比	34
图 60: PE-Band （截至 2020 年 6 月 23 日）	38
表 1: 2018-2019 年典型房企于长三角土储变化情况（万方、亿元）	18
表 2: 无锡昕悦府基本情况	22
表 3: 常州锦凤和鸣基本情况	23
表 4: 公司住宅产品线（截至 2019 年末）	25
表 5: 公司主要管理层	28
表 6: 融资各款项明细	31
表 7: 公司已发行债券明细	32
表 8: 南京弘阳广场租金分析	35
表 9: 公司商业产品线（截至 2019 年末）	35
表 10: 商业板块代表项目详情	36
表 11: 龙头物企发展潜力巨大	37
表 12: 对比公司估值水平	38
表 13: RNAV 测算结果	39

一、公司发展历程复盘

主业定位：地产版图初布局，住宅+商业双轮驱动

1996年5月28日，南京红太阳商业大世界开业，公司由此开始创业发展，主要涉足建筑材料业务，为公司的前身。

1999年公司初立南京红太阳，转而于江苏省南京市从事住宅物业开发。创立初始，南京红太阳由创始人曾焕沙先生通过南京红太阳商业大世界和南京红太阳大酒店有限公司分别持有98%及2%的股权。由于发展需求，南京红太阳于2001年至2013年期间多次发生资本变更及股权转让，南京红太阳的注册资本由最初的人民币0.1亿元增至2017年末的人民币19.9亿元，并转而由弘阳集团全资拥有。

2003年11月，公司首个住宅物业项目弘阳·旭日华庭开盘，公司成功实现从建筑材料到地产的跨越。2006年5月，公司将业务拓展至商业物业开发，并于当年启动了首个商业综合体——南京弘阳广场的开发，自此时起，公司坚持“地产+商业”双轮驱动的扩张战略，业务结构逐渐转变成以房地产开发为主，商业地产联动为辅的发展模式。2009年1月，香港红太阳集团更名为弘阳集团，同年南京弘阳装饰城开业。

品牌经营：扎根南京，辐射苏皖，落子张弛有度

2011年后公司调整过去十余年深耕大本营南京的战略，新进城市高达14个，逐步落子外省并发展为长三角区域性房企。首年公司走出南京——常熟弘阳尊邸、南通弘阳上城成功奠基；同年5月，南京弘阳广场全面开业，公司转型城市综合体发展。2012年5月，公司首次涉足高端住宅——无锡弘阳三万顷别墅，该项目一期已售罄，二期小别首日开销比高达96%。

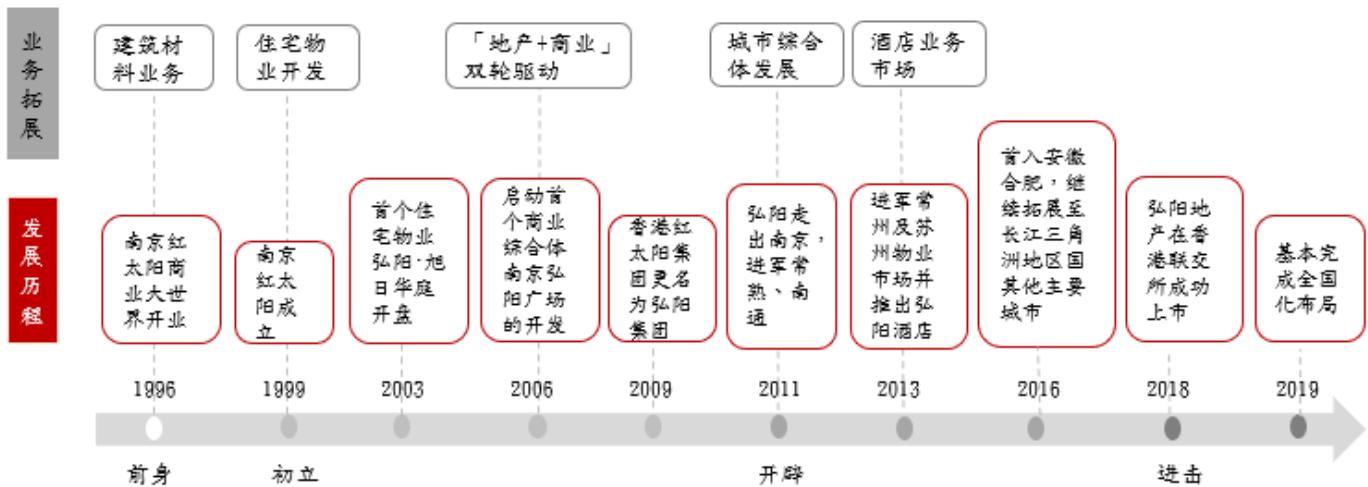
2013年，公司进军常州及苏州物业市场并推出南京弘阳酒店，标志着公司正式开展酒店业务。2016年10月，公司首入安徽合肥，同年在安徽省合肥设立办事处，并拓展住宅开发业务至长江三角洲地区及其他主要城市。

资本扩张：登陆资本市场，打开高增速通道

2018年7月，公司在香港联交所成功上市，股份代码1996.HK。

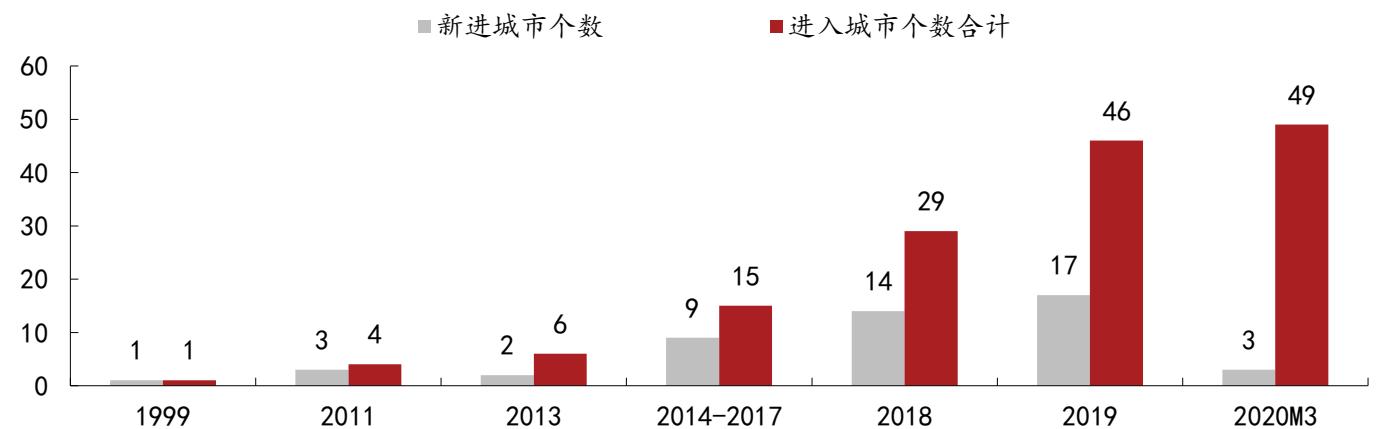
2019年，公司在巩固长三角领先地位的同时，积极拓展多元化地域覆盖，先后进入西南、华南、华中、西北区域，土储覆盖近50城，逐步由区域性房企转变为全国性综合房企。此外，公司2019年合约销售额651亿元，同比+37.5%，三年CAGR达69.8%，当年销售目标完成率达108.5%。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 2：公司自创立以来新进城市个数



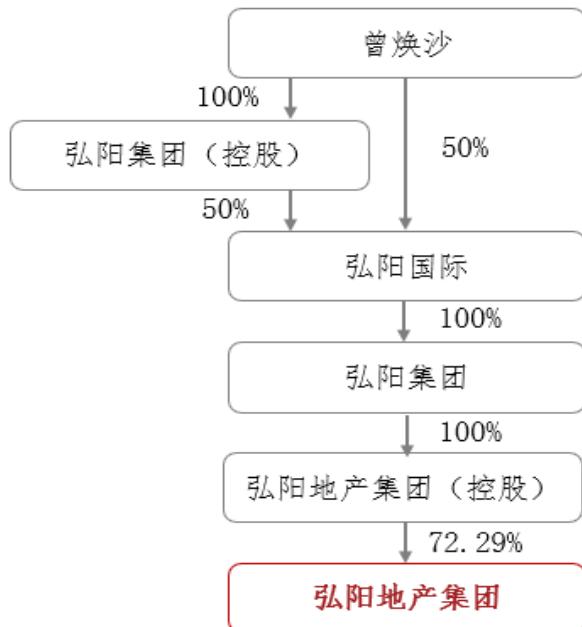
数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

公司股权结构稳定且创始人拥有公司绝对控制权

截至 2019 年末，弘阳地产集团（控股）有限公司由弘阳集团全资拥有，而弘阳集团由弘阳国际有限公司全资拥有，弘阳国际由弘阳集团（控股）有限公司（曾焕沙先生全资拥有的公司）及曾焕沙先生分别拥有 50% 及 50%。公司创始人、董事会主席兼执行董事曾焕沙先生合计持有公司 72.29%（对应 240000 万股）股份，拥有公司绝对控制权，经营者与股东之间利益趋同。

另外，公司高管蒋达强（持有 1181.4 万股）、张良（持有 984.5 万股）、何捷（持有 735.7 万股）共计持有公司 0.91% 股份，其余 26.80% 股份由公众持有。公司自 2018 年 7 月上市以来未披露股票回购及减持相关事宜，公司股权结构稳定且利于形成有效的治理结构。

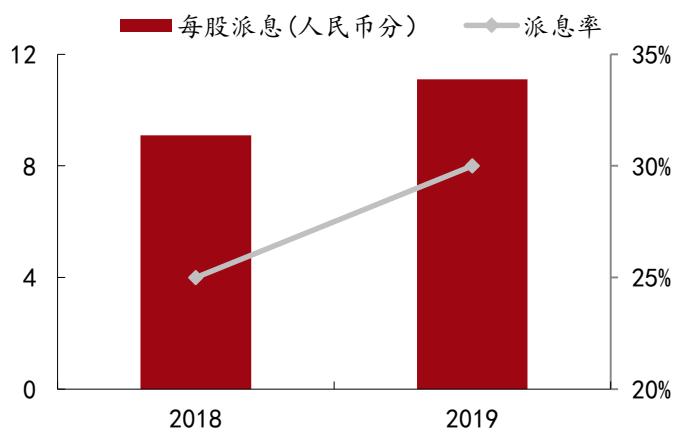
图 3：公司股权结构



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

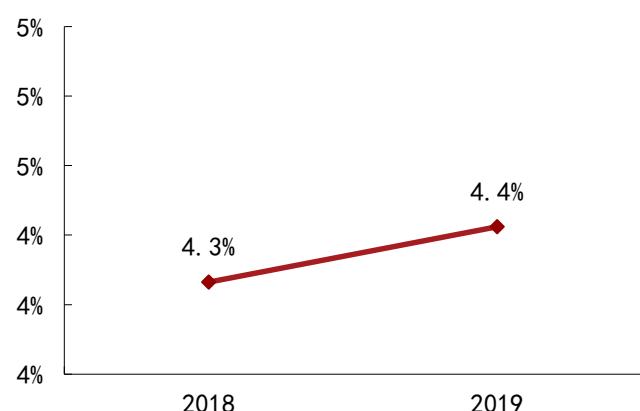
股东回报逐步兑现。2019 年公司建议派发末期股息每股人民币 11.1 分（12.4 港仙），同比+22.0%；对应派息率 30%，相比去年同期提升 5 个 PCT；股息率为 4.4%（对应 6 月 5 日收盘价）。2019 年末新冠疫情重创实体经济，公司在兼顾股东需求与公司稳定发展的基础上适当提高派息比例，股东回报逐步兑现。

图 4：2018-2019 年每股股息及派息率



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 5：2018-2019 年股息率

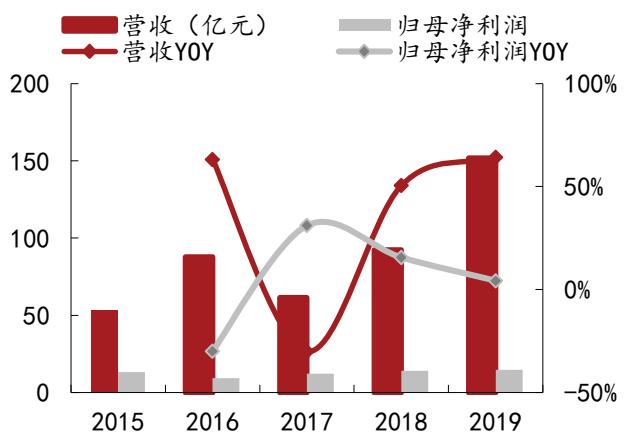


数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院
注：股息率以 2020 年 6 月 5 日股价为基准。

二、業績穩健增長，利潤率短期承壓

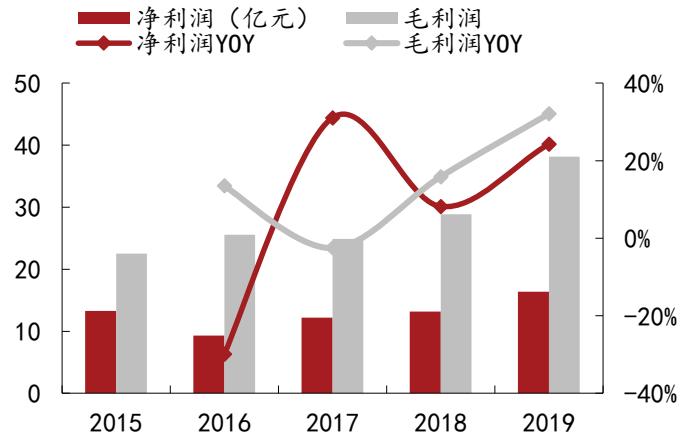
公司2019年營業收入達151.7億元，對應增速+64.2%，增速較上年同期提升13.7個PCT；歸母淨利潤約14.7億元，同比+3.9%，增速較上年同期下滑11.8個PCT。實現歸母核心淨利潤12.5億元，同比+2.7%。

圖6：近五年主營收入及歸母淨利潤表現



數據來源：wind、公司公告、克而瑞證券研究院

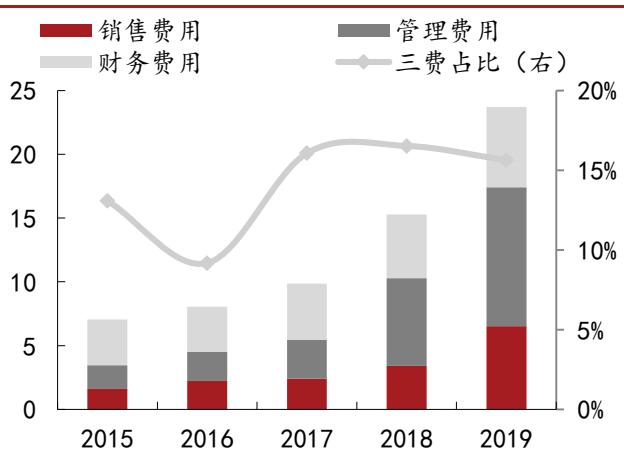
圖7：近五年毛利及淨利潤表現



數據來源：wind、公司公告、克而瑞證券研究院

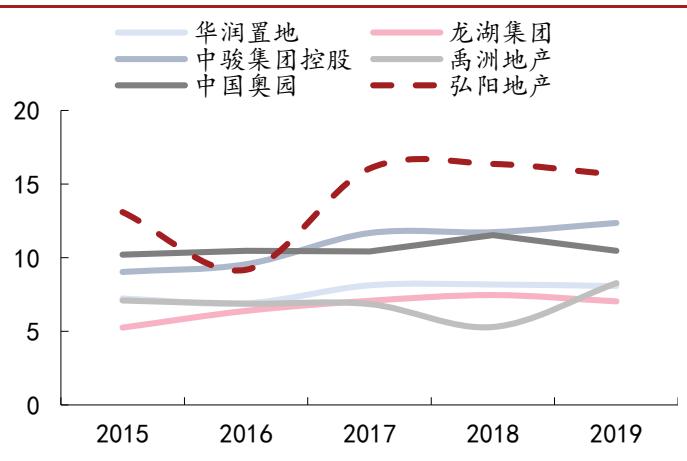
淨利潤增速略低於營收增速主要有幾點原因：**1.當前融資成本高於行業平均水平：**2018年公司先後發行合計3.8億美元的優先票據，其13.5%的票面利率與同期發債的同量級房企相比位居前列；**2019年公司發行的四次優先票據利率雖小幅改善，但也顯著高於同評級主體發債利率均值，高額融資成本短期侵蝕了公司的利潤水平；****2.三費占營收比重較高：**2017-2019年公司三費占比均高於15%，與港股樣本池房企相比，近三年公司銷售及管理費用提升顯著，主要因為公司處於快速擴張期，因而費用隨銷售規模擴張而迅速增長，並且直接進入當期損益，因費用率的分母存在滯後性，從而導致費用率高增。

圖8：近五年來三費及占比



數據來源：wind、公司公告、克而瑞證券研究院

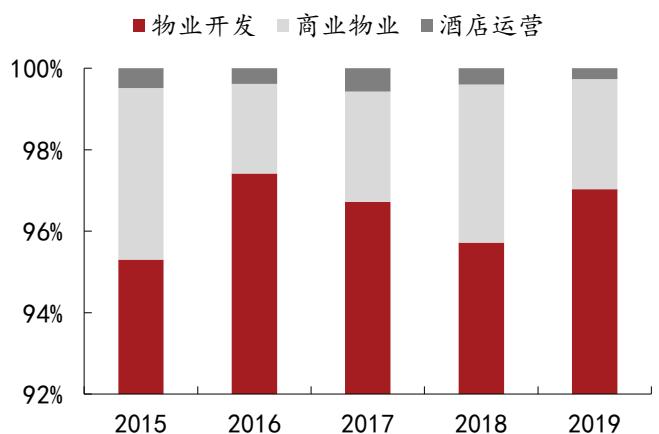
圖9：近五年規模及業務可比公司三費占營收比重（%）



數據來源：wind、公司公告、克而瑞證券研究院

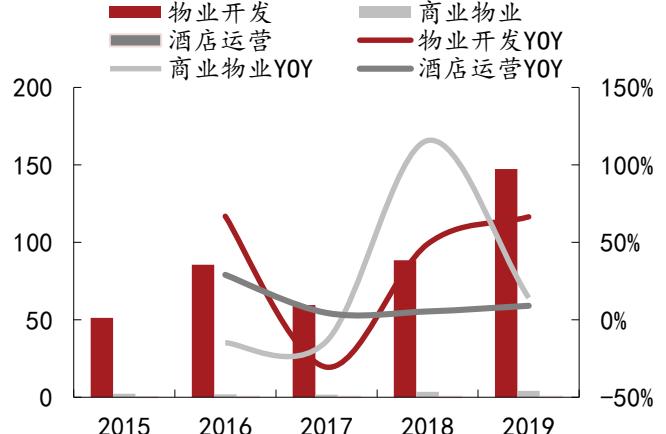
分业务来看，物业开发收入仍是主要贡献来源，商业板块收入逐年提高。从营收构成来看，2019年地产业务贡献营收147.2亿元，同比+66.5%；占比97.0%，较去年同期提升1.3个PCT。商业板块2019年实现营收4.1亿元，同比+14.2%，营收增长主要因南京弘阳广场C2C3馆开放、烟台及滕州弘阳广场开业新增贡献所致；营收占比2.7%，较去年同期下滑1.2个PCT。此外，五年来酒店营收占比维持0.4%左右低位。营收权重变化部分反应公司策略选择，上市前在规模诉求的引导下地产板块权重偏高，上市后公司兼顾物业开发利润和产品质量，同时公司快速提高商业板块业务规模以加强商业和地产开发业务的联动，截至目前，公司已开业弘阳广场4座，筹备中11座。

图10：近五年营收占比构成



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图11：近五年各版块营收（亿元）及增速（右）



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

受结算结构和“限价”政策影响，短期盈利能力有所削弱。公司毛利率及净利率自2015年高点以来逐渐收窄，2019年两者分别为25.1%及10.8%，相比2018年同期分别下滑6.1PCT及3.4PCT。毛利率下滑一方面受到限价政策的影响，公司深耕长三角城市群经历几年政策调控，于价格天花板下公司潜在利润空间进一步缩小。另一方面，土地成本的提升也带来利润小幅收窄。在“住宅+商业”双轮驱动的模式下，公司成熟的商业运营能力有望成为项目资源获取的新抓手，以较低的成本来维持合理的利润水平。

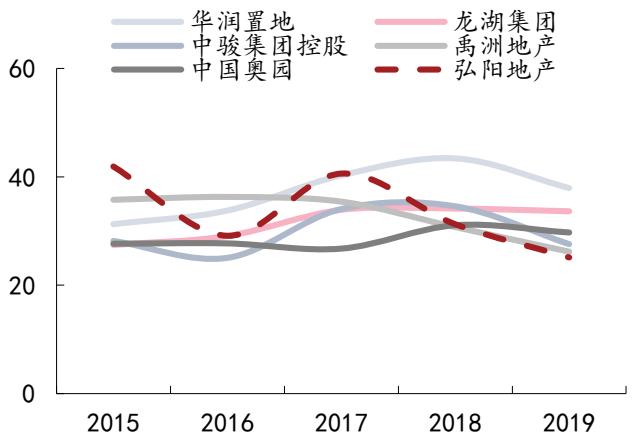
图 12：近五年毛利率及净利率



数据来源: wind、公司公告、克而瑞证券研究院

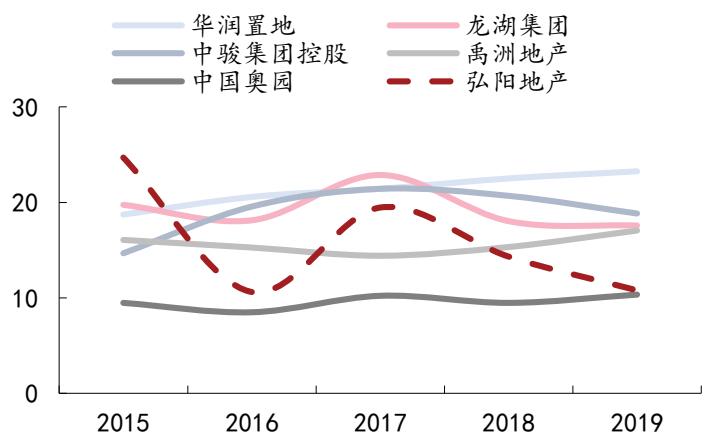
与可比公司相比,2019年公司毛利率低于行业水平(主要内房股平均毛利率28.9%)约3.8个PCT;净利率低于行业水平(主要内房股平均净利率11.0%)近0.2个PCT。

图 13：近五年规模及业务可比公司毛利率表现



数据来源: wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 14：近五年规模及业务可比公司净利率表现



数据来源: wind、公司公告、克而瑞证券研究院

三、销售跨越式增长及原因探讨

秉持“做透大江苏，深耕长三角，布局都市圈”投资策略

公司近三年销售表现靓丽，销售规模从2016年133亿元跃升至2019年651亿元，**CAGR达69.7%**，实现三年五倍增长。高增长主要因公司加速扩张下前期获取项目陆续转为销售所致，期间公司于2017年首次冲入克而瑞销售百强榜单位列68

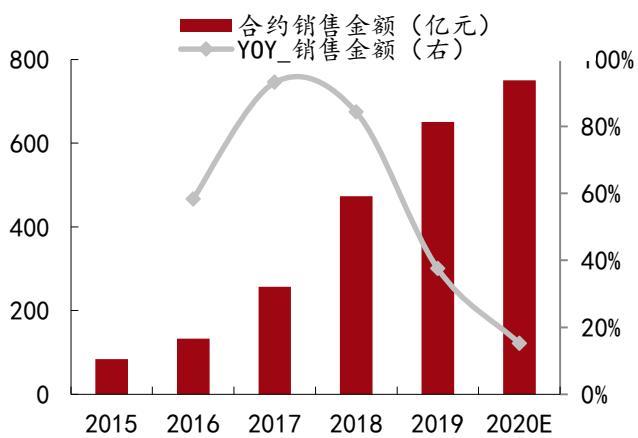
名并于 2019 年上升至第 54 名。反观公司合约销售单价增势近几年略显疲态。自 2016 年跟随市场热度涨幅大增后近几年公司住宅销售均价几乎零增长，2018 及 2019 年负增长主要因公司所布局的热点城市受限价等政策抑制所致。在公司高品质项目的保障下，公司已顺利实现首个三年大跨越，我们认为公司未来三年或将凭借经营驱动及境外融资实现质量与规模的新突破。

图 15：近五年公司销售及利润对比

年份	销售金额（亿元）	YOY_销售金额	销售面积（万方）	YOY_销售面积	销售单价	YOY_销售单价	毛利率	净利率
2015	84.0		78.0		10769.2		41.9%	24.7%
2016	133.0	58.3%	90.0	15.4%	14777.8	37.2%	29.1%	10.6%
2017	256.9	93.2%	169.8	88.7%	15129.6	2.4%	40.6%	19.5%
2018	473.4	84.3%	352.9	107.8%	13414.6	-11.3%	31.2%	14.3%
2019	651.0	37.5%	490.0	38.8%	13285.7	-1.0%	25.1%	10.8%

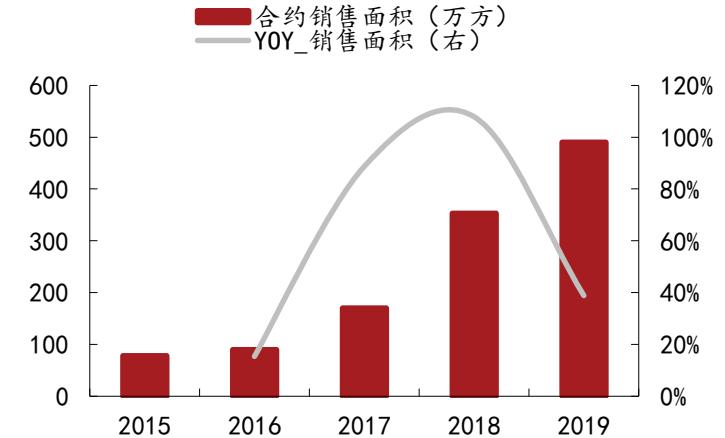
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 16：近五年合约销售金额及增速



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 17：近五年合约销售面积及增速



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

近三年主流房企销售增速及规模对比

我们根据样本房企过去三年销售金额及对应增长率散点分布对比各房企近年发展态势（只具备一定代表性），并以样本房企销售额及增长率均值划分四大象限，以下为对应四种发展态势：

1. 小规模缓增长——主要为企业发展前期或稳定期

此区域房企销售金额多位于 TOP30（依据 2019 年划分结果）销售门槛之下，房企或处于发展前期蓄力阶段或处于发展稳定期。

2. 小规模高增长——主要为企业发展扩张期

该类别房企销售逐渐放量，通过优质投资推动高增速，后期有望突破销售门槛跻身行业前列。代表公司为弘阳地产等。

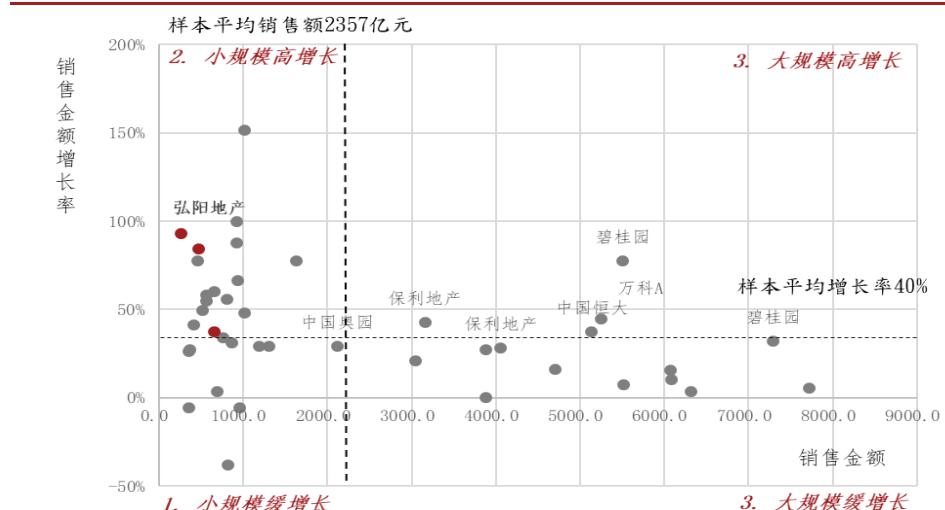
3. 大规模高增长——主要为企业高速发展期。

体现为房企市场份额较高，其规模效应支撑稳定投资回报。代表公司为碧桂园、中国恒大、保利地产、万科等。

4. 大规模缓增长——主要为企业发展稳定或滞缓期。

此类特征为销售基数大，但销售增速逐渐下滑或在激烈竞争中被同类企业替代导致市场规模增长相对缓慢。

图 18：近三年主流房企销售增速及规模对比



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

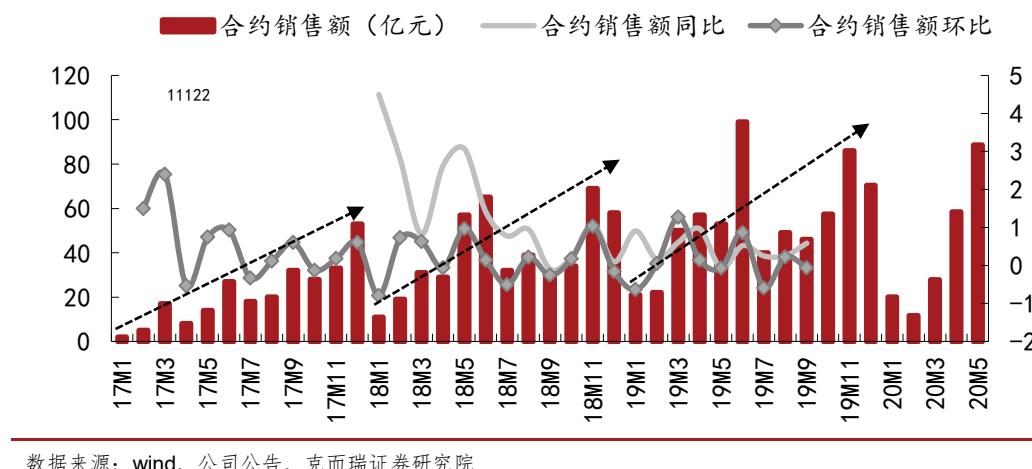
各月及各区域销售表现

受新冠疫情冲击，公司 **2020** 年至今短期销售略低于预期，全年目标完成与否很大程度依赖于下半年推货量以及市场情况。

- 1) 从过往三年各月销售表现来看，公司表现出年中及年末双轮销售走量的特点。纵观 **2019** 年，公司业绩完成度较好，三季度虽楼市整体行情偏弱，公司销售也略显疲态，但四季度以价换量策略下销售规模再现翘尾。
- 2) **2020** 年初受新冠疫情影影响公司销售增速滞缓，但因销售区域于疫情严重城市占比较小，在疫情控制初见成效下公司销售逐渐回归至常态，截至 **2020** 年 5 月，公司实现合约销售额 **206.4** 亿元，同比+**1.5%**，但略低于预期。
- 3) 公司 **2020** 年销售目标 **750** 亿元，对应 **15.2%** 增速，当前已完成目标的 **27.5%**，过去两年前五月平均销售占比约在 **31%** 左右。考虑到 **2020** 年公司可售资源约 **1100**

亿元，对应 70% 去化率，而 2019 年综合去化率为 70%；此外公司 3 月后销售边际修复显著，3/4/5 月销售额分别为 28/58/89 亿元，环比分别 +139.7%/+110.3%/+51.6%。因此我们认为疫情对公司销售冲击相对可控，但全年目标完成与否很大程度依赖于下半年推货量以及市场情况。

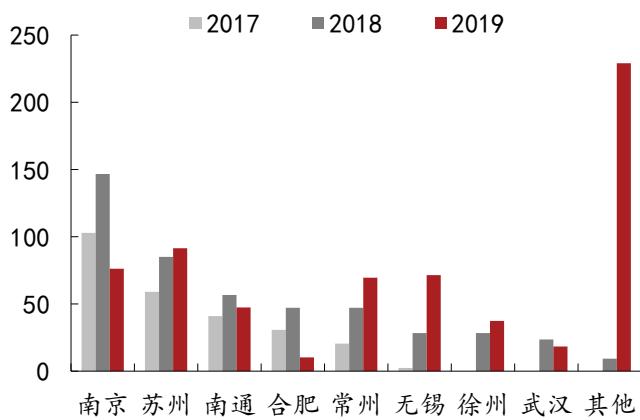
图 19：公司各月销售表现



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

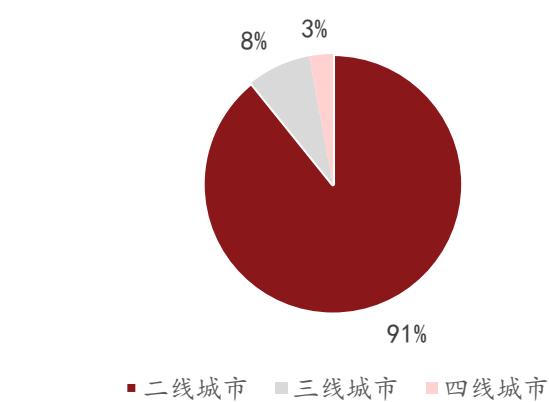
江苏销售贡献突出，受全国化布局影响占比小幅下滑。公司发源于南京，自 2003 年发展房地产业务以来便在南京地区发展迅速，于 2017 年销售套数位居南京市前三；2011 年后公司拓展业务至大江苏其他区域，并于 2017 年获评江苏省房地产开发商三强，2017/2018/2019 年公司于江苏地区销售额占公司总销售额分别达 88%/83%/73%，销售占比的下滑主要由于公司 2017 年后推进全国化布局，稀释江苏销售占比。此外，2019 年公司二线/三线/四线销售贡献分别为 91%/8%/3%。

图 20：公司各城市销售表现



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 21：2019 年公司各条线城市销售表现



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

小结：销售高增长的基础及讨论

复盘公司发展历程，销售取得亮眼增长主要有以下几点原因：

- 1. 土储：**公司土储集中于长三角核心区域（59%）及二线热点城市（74.5%），高消费指数及稳定人口净流入带来抗风险能力，同时核心都市圈自身及外溢需求推动销售高增长；公司总土储/销售面积为 3.5X，短期业绩保障性较高。
- 2. 拿地：**适时外拓、积极进仓，近两年公司进一步推进全国化布局，分散投资风险，为中长期发展提供保障；近期拿地项目多规避核心高地价区域对标都市圈的外溢需求，升值空间较大。
- 3. 财务结构：**公司销售回款有力覆盖土地款支出，公司计划 40%-50%回款用于投资端保障高增速的维持。截至 2019 年末公司销售回款率高达 94%，良好回款水平为较为进取的土地投资提供保证。
- 4. 团队建设：**公司充分启用职业经理人制度，同时配备完善专项激励机制、薪酬回顾激励机制、股权激励机制和项目跟投机制，值得一提的是，公司营销团队在业内享有良好口碑，为项目高去化率提供前线保障。

同时，我们也对未来销售高增持续性以及盈利水平进行深入探讨：

- 1. 销售增速：**受新冠疫情冲击，公司 2020 年至今短期销售略低于预期，全年目标完成与否很大程度依赖于下半年推货量以及市场情况。
- 2. 拿地成本：**2017 年后公司进入资本加速投资期，若干优质项目土地获取成本较此前拿地阶段有所提高，也导致毛利率增长趋缓。
- 3. 权益比：**规模诉求下融资杠杆及现金流的平衡促使公司加大合作力度，权益比下滑至 47%，过低权益比或削弱公司综合盈利质量。
- 4. 融资成本：**有息负债规模进一步扩张且长短债比例失调至导致短期偿债压力较大，此外公司债券融资利率位居同评级主体前列，融资成本偏高或影响公司盈利能力及发展步伐。

基于上述讨论，公司未来策略可大致归纳为：

业务布局角度，公司将继续坚持“深耕长三角区域+拓展华南、华东、西南区域+其他重点城市”的 1+3+X 的全国化战略布局策略，在提高南京、杭州等热点城市市占率的同时公司将把握核心都市圈外溢效应而选择性进入长三角区域一些极具发展潜力的三、四线城市。

权益比例角度，预计短期内公司仍将通过合作的模式来进行项目资源获取以应对发展诉求，未来“住宅+商业”双轮驱动的模式有望成为项目资源获取的新抓手。

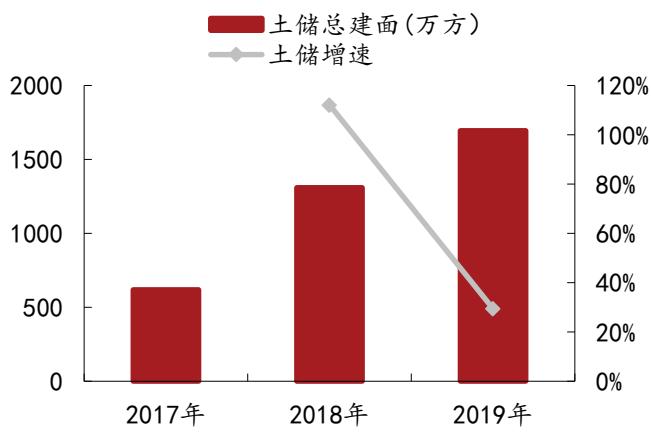
融资角度，公司计划在保障现金流动性的同时，将适度提升负债率并控制其在 80% 上下，通过高质量项目销售回款驱动企业成长，实现财务约束下的稳健可持续发展。

1. 精耕长三角都市圈，具备抗风险性及品牌溢价

总土储/销售面积为 3.5X

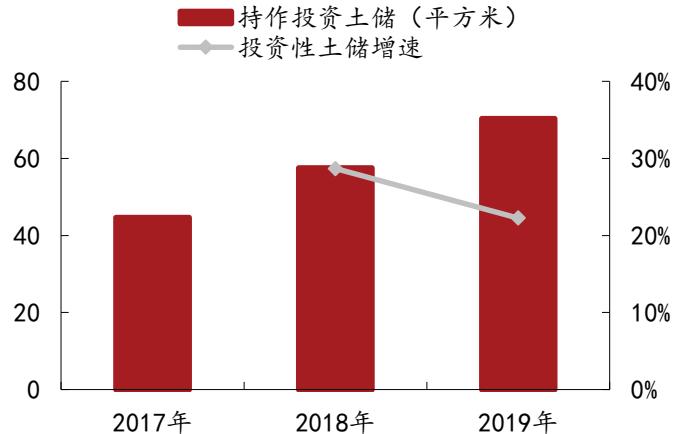
截至 2019 年底，公司已布局南京、南通、合肥等 46 个城市，土储合计 1693 万方，同比+29.4%，总土储/2019 年销售面积为 3.5X，可满足未来 2-3 年的开发需求。其中，公司权益土储约为 925.4 万方，对应权益比 55%，权益比较 2018 年末持平。其中，已竣工可售土储合计 52.2 万方，占比 3.1%；持作投资性土储 70.3 万方，占比 4.2%；开发中及未开发物业总建面 1570.8 万方，占比 92.7%。

图 22：2017-2019 年土储总建面



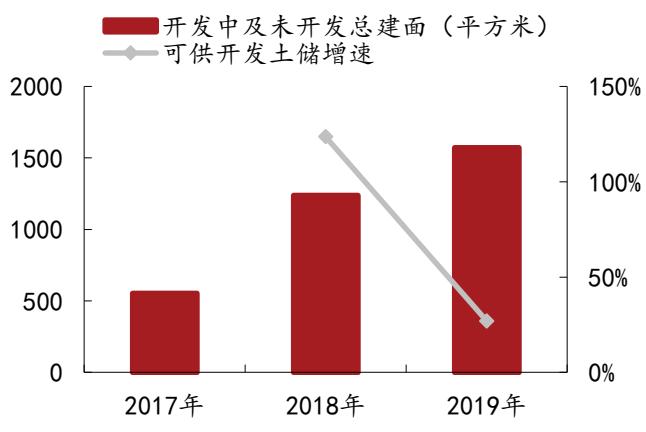
数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 23：2017-2019 年持作投资土储



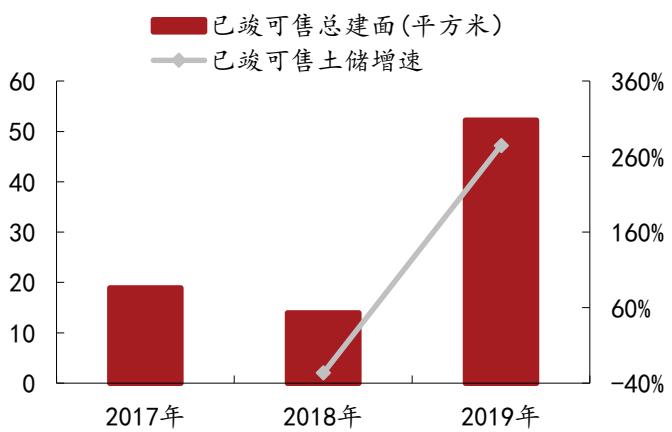
数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 24：2017-2019 年可供开发土储



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 25：2017-2019 年已竣工可售土储

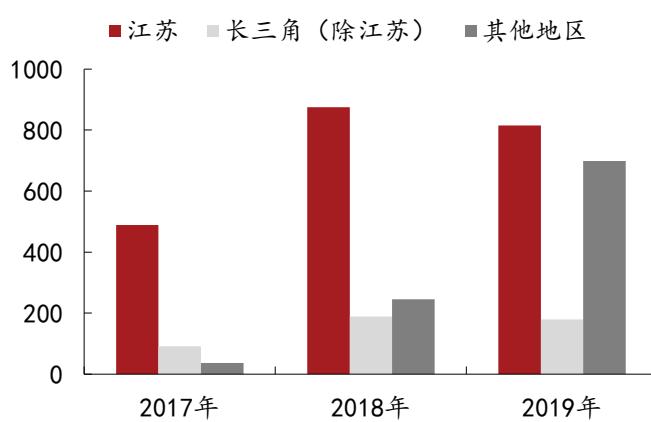


数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

精耕长三角，二线布局抗风险性较强

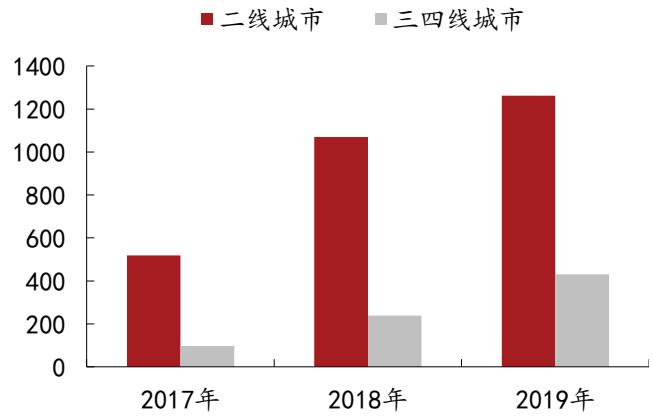
重耕区长三角近年受公司全国化战略布局影响土储占比略有下滑。截至 2019 年末，公司于江苏/长三角（除江苏）/其他地区土储总建面分别为 977/179/537 万方，对应占比分别为 58%/11%/32%，占比较 2018 年末分别下滑 12.8%/下滑 3.8%/提升 13.0 个 PCT，长三角土储占比下滑主要因 1) 长三角市场竞争激烈，公司为保障利润缓和拿地力度 2) 全国化战略布局持续深化。从能级分布来看，截至 2019 年末，公司于二线城市/三四线城市土储总建面分别为 1261.7/431.5 万方，同比 +17.9%/+81.2%，对应占比分别为 74.5%/25.5%，占比较 2018 年末分别下滑 7.3%/提升 7.3 个 PCT。

图 26：2017-2019 年土储区域分布（万方）



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 27：2017-2019 年土储各城市等级分布（万方）



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

长三角区域公司落子 17 城，土储总建面共计 994.2 万方，占比 58.7%。长三角地区俨然已为中国最具活力的经济区之一，2019 年长三角地区生产总值合计 23.7 万亿元，约占全国的 23.9%，同比增长 6.4%，高于全国增速 0.3 个百分点；同时国家政府亦旨在以更有利的政策（例如长三角区域一体化发展已上升为国家战略）促进该区域的发展，从而于 2030 年前将长三角区域建设成为世界最大的城市圈。长三角发展规划除龙头上海外，南京、杭州、苏州等公司重仓城市也是一体化发展中的核心力量，而公司前瞻性布局将抓住政策发展红利与核心都市圈外溢的住房需求。与其他典型发起相比，1) 公司 2019 年公司长三角土储总建面小幅收缩，但 2018 年公司长三角扩张步伐相对进取（2018 年长三角土储同比增长 83.2%）；2) 公司 2019 年长三角货值排名位居中游（30 名），接近旭辉控股集团及禹洲集团长三角土储货值。

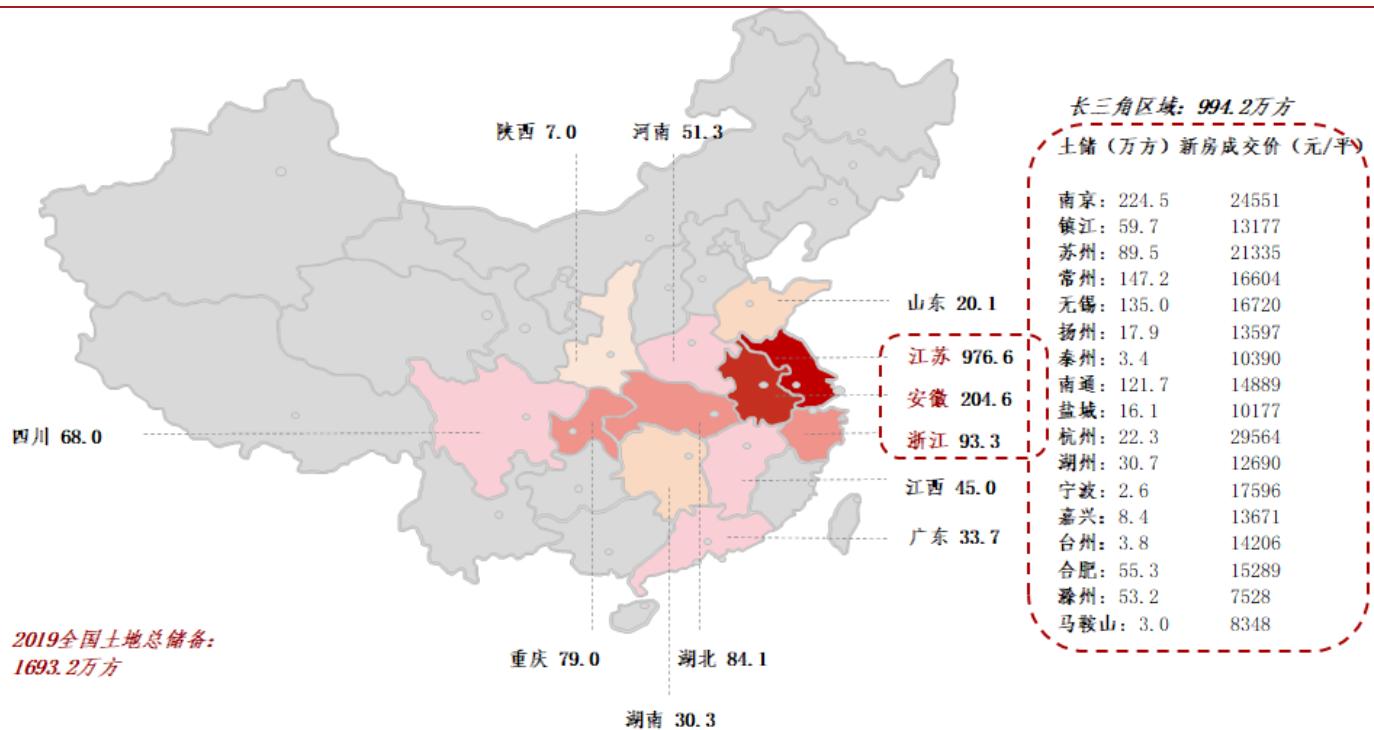
表 1：2018-2019 年典型房企于长三角土储变化情况（万方、亿元）

企业类型	企业名称	2019 年较 2018 年变化		2019 年情况		
		土储建面	土储货值	土储建面	土储货值	长三角货值排名
收缩企业	新城控股	-456	-730	3014	4102	8
	旭辉控股集团	-189	-450	743	1485	27
	中南置地	-224	-226	2792	3374	11
	远洋集团	-32	-70	353	1012	35
	龙湖集团	-60	-53	1041	2522	16
	弘阳地产	-69	65	994	1328	30
扩张企业	光明地产	7	91	408	1138	32
	华发股份	89	264	418	1007	37
	招商蛇口	165	304	1173	2654	15
	禹州集团	83	374	550	1333	29
	金辉集团	169	383	621	1000	38
	雅居乐集团	242	517	552	1011	36
	滨江集团	189	674	670	2151	17
	德信地产	482	1221	912	1821	20

数据来源：CRIC、克而瑞证券研究院

注：货值含已售未结转数据

图 28：截至 2019 年末公司土储省级分布



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

注：成交价位该地区住宅新房成交价

2. 适时外拓，完善全国化布局

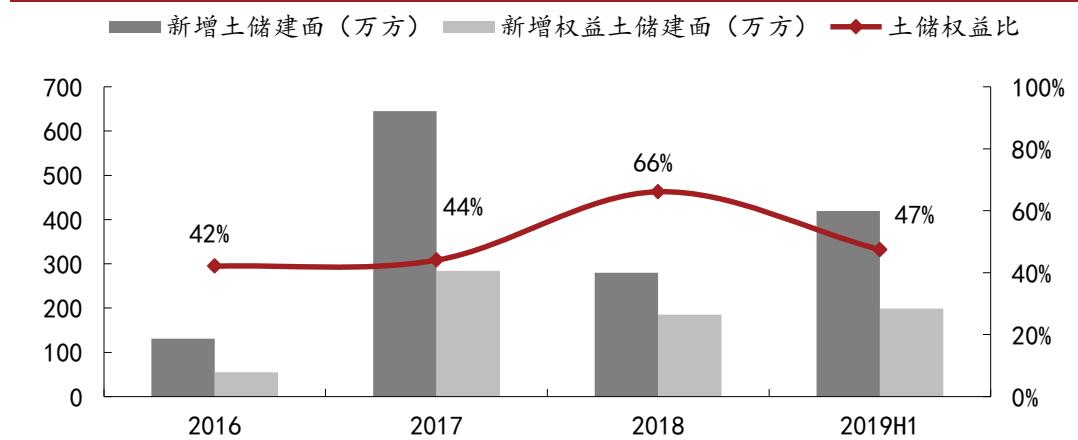
新增拿地彰显公司全国化布局决心

2017 年公司拿地达到近年高点，主要因为 1. 彼时为公司上市前冲刺的关键一年，叠加公司正式提出“做大规模、降负债，从区域房企成长为全国型房企”的战略目标，大举拿地势必为规模扩充第一步；**2.2017** 年（综合拿地成本 3284 元/平方米）适逢长三角土地市场回冷，公司于**2016** 年因拿地成本（综合拿地成本 10673 元/平方米）过高适当减少拿地力度，市场降温后公司积极进仓。

2018 年公司共获取地块 31 幅，共取得土地面积 184 万方，计容面积 372 万方，综合拿地成本 3994 元/平方米，其中，43% 为收并购获得，另 57% 为招拍挂获得。项目分布于常州、合肥、徐州、南京、重庆、成都、武汉、广州、南通等城市。**2019** 年拿地力度再回高值，新增地块约 57 幅，共计计容面积 693 万方，其中收并购及低价拿地占比 **29%**。新增拿地彰显公司全国化布局决心，主要集中于江苏及全国其他重点城市。长三角以外区域拿地增多主要因为：

1. 公司过往项目过度集中于长三角区域，在楼市调控日益趋严的背景下或造成公司投资风险集中；
2. 近年大批房企进入长三角市场，本土区域型房企的生存空间被压缩。

图 29：2016-2019H1 公司新增土储及权益比



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

从楼市政策演变来看，长三角区域近年来多以抑制性政策为主，涵盖房价、地价、贷款等方面；同时辅加部分人才购房刺激性政策。我们认为短期内“房住不炒、因城施策”的主基调将延续，因此公司在深耕长三角的同时开拓其他极具潜力的二三线城市有助于分散投资风险、提高利润水平。

图 30：近年长三角区域重点城市政策变化



数据来源：公开信息整理、克而瑞证券研究院

2019 年 H1 地售比处于历史高点，安全边际较低

公司 2012 年及 2016 年土储综合成本增速一度达到高点，其对应地售比也突破 30%，分别为 37.4% 及 43.6%，其余年份地售比基本维持于 30% 以下。2012 年拿地成本上涨主要因公司购置常州弘阳广场用地，彼时公司住宅拿地平均成本均于 1000 元 / 平方米上下浮动，而弘阳广场的成交楼板价 3561 元 / 平方米拉高当期拿地成本，此外 2016 年受土地市场过热影响，拿地成本高增至 10673 元 / 平方米，期间公司适当减少拿地力度以保障利润，2016 年后公司因规模诉求大举拿地却也有效控制拿地成本。2019 年 H1 公司土储成本回升，对应地售比达到历史高点 54.1%，高成本一方面压缩盈利空间，导致毛利率增长趋缓；另一方面或致现金流动性受阻，在公司需要资金时无法快速变现，从而制约公司长期发展。

图 31：2011-2019 年 H1 公司土储成本



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 32：2011-2019 年 H1 公司拿地单价/销售单价

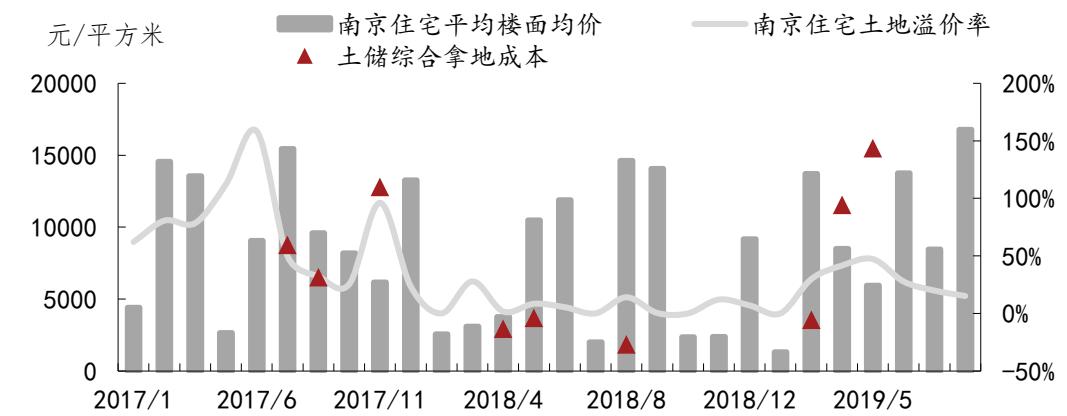


数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

重点城市拿地成本具备优势，但当期成本小幅回升

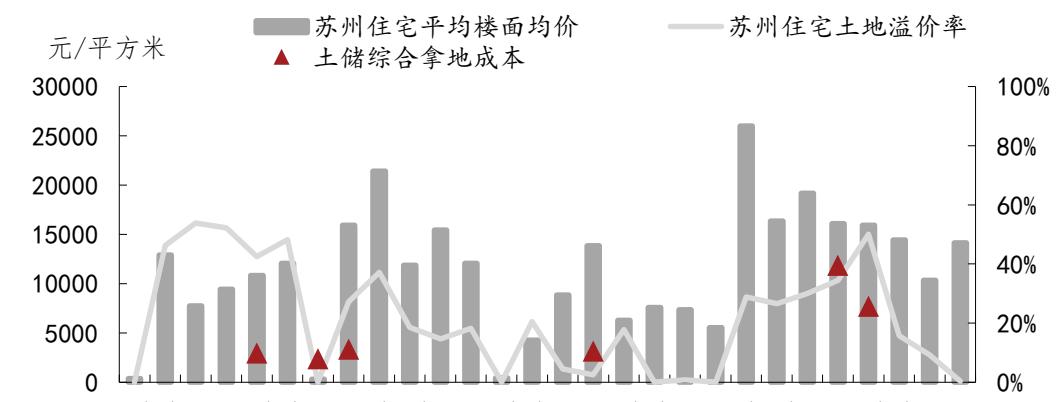
此外，我们挑选公司拿地较频繁城市南京（占比 16.9%）及苏州（占比 7.9%）进行月度成本分析。其中，南京为公司发源之地，公司拿地成本随南京住宅土地溢价率波动，土储成本于溢价率较高月份达到高点，但 2019 年公司南京新增拿地成本脱离溢价率走向，显著高于南京住宅平均楼面均价。另一方面，公司苏州拿地表现出稳定低位，土储综合成本波动相对稳定，尽管近期公司拿地成本回升但仍低于苏州住宅平均楼面均价，项目盈利空间较大。

图 33：公司重点城市南京拿地成本表现



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 34：公司重点城市苏州拿地成本表现



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

近期经营项目多对标核心都市圈的外溢需求，升值空间较大

案例一：无锡昕悦府

弘阳昕悦府位于无锡江阴市季庄路与澄扬路交汇处东侧。江阴为无锡下属的重要县级市之一，2019 年江阴市常住人口约 165.3 万人，占无锡总人口（常住人口为 659.2 万人）的 25%，且江阴多年蝉联无锡各县市区 GDP 榜首，2019 年江阴 GDP 为 4001.1 亿元，占无锡市生产总值的 34.0%。

弘阳昕悦府地处三山及敔山湖脚下，左近市中心（车程 25 分钟）及高铁站（2022 年将开通，车程十分钟），右连应天河，坐拥教育、商业、医疗等资源。项目对标本地首改及外来务工客群，其中，本地客群置业占比约八成。2018 年 7 月该项目毛坯房首开，均价约 6000 元/平，当月去化率达 70% 以上，拿地均价/销售均价为 19.0%；2019 年精装房开售，均价达 11000 元/平，装修成本约 800 元/平，拿地均价/销售均价为 10.4%。项目附近精装楼盘售价约 9000 元/平，与市中心楼盘均价相比略低约 3000 元/平。目前一二期已售罄，综合去化率为 85%，回款率约 70%。

表 2：无锡昕悦府基本情况

拿地时间	2017 年 11 月	主推户型	高层：95-122 平（3、4 房）； 洋房：113-123 平
拿地方式	招拍挂	房源套数	房源 2400 余套；约 440 余套未售
拿地成本	1140 元/平方米	销售均价	毛坯房：6000 元/平； 精装：11000 元/平
权益比	100%	去化率	85%
可售面积	28.7 万方	回款率	70%
首付比	首房 30%，二房 40%	毛利率	23%
最晚交付时间	2022 年 6 月	净利率	13%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 35：无锡昕悦府交通图



数据来源：公开信息、克而瑞证券研究院

案例二：常州锦凤和鸣

公司已深耕常州 8 年，已于常州开发弘阳天下锦、弘阳燕澜风华、君望甲第等多个口碑项目，此外公司进入常州的商业开山之作——弘阳广场——开业当天吸引客流超 15 万，3 天累计客流超 40 万，总销售额约 1800 万，创下常州区域商业的新纪录。2019 年公司与宝龙携手运营常州锦凤和鸣项目，项目地处天宁凤凰新城板块核心位置，该板块四面环绕护城河且为近年来兴起的热门板块，目前已筹备地铁 4 号线，交通便捷可于 5 分钟上高架后进主城区。项目包含约 7 万方商业综合体（凤凰新城最大商业综合体）+ 约 17 万方低密住宅，板块西邻 140 亩凤凰公园，三面环绕教育资源，且公司已与当地最好民办中学—正衡教育集团达成协议，购房客群即可入读小学。

公司通过商业勾地降低土地成本，项目平均楼面价约 5000 元/平，附近房企纯住宅拿地约 8000 元/平，11 月首开高层均价约 16800 元/平，地售比约 29.9%，售价相比市中心同类型楼盘略低 2000 元/平。

表 3：常州锦凤和鸣基本情况

拿地时间	2019 年 5 月	主推户型	九栋高层：96-129 平；11 栋洋房：129-139 平
拿地方式	招拍挂	可售货值	28 亿元（高层货值）；今年 6.5 亿元，明年 17 亿元
拿地成本	5430 元/平方米	销售均价	高层：16803 元/平方米；洋房：17800 元/平方米
权益比	49%（公司操盘不并表）	土储面积	商业 10.6 万方（含地下车库 3.6 万方），住宅 23 万方。
去化率	85%	毛利率	28%
建筑面积	23 万方	净利率	13%
开盘时间	2019 年 11 月	最晚交付时间	2021 年 11 月

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 36：常州锦凤和鸣交通图



数据来源：公开信息、克而瑞证券研究院

图 37：常州锦凤和鸣商业综合体效果图



数据来源：公开信息、克而瑞证券研究院

综合来看，公司近期拿地主要具备以下几个特征：

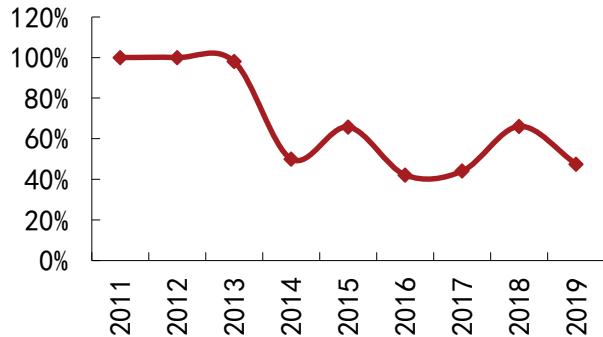
1. 住宅+商业双轮驱动，较强商业运营能力利于公司低价获取优质土储；
2. 副中心拿地规避核心地段高成本同时对标城镇梯次发展中都市圈的外溢需求；
3. 品牌溢价高，匹配市区基础设施，存在较大升值空间。

多合作致权益比下滑

合作项目增多致权益比逐年下滑。公司靓丽业绩部分归功于对外合作取得理想成效，目前公司已与旭辉控股集团、正荣地产、蓝光发展、大悦城、金科股份、平安不动产等房企达成战略合伙关系，实现资源优化配置和共赢发展。2019 年因拿地项目增多，公司权益比持续下滑至 47%，过低权益比一定程度削弱公司综合盈利质量。此外，公司未来三年或将维持低权益以谋求更多优质合作，该战略主要出于以下考量：

1. 公司认为通过强劲的合营联营关系将使公司在更好的风险控制与投资资本控制下取得更多大型、高质量的项目；
2. 公司在规模诉求下致力于平衡融资杠杆及自由资金，权益比下滑侧面提高投资杠杆率及资金利用率，释放公司现金流。

图 38：2011-2019 年拿地权益比



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 39：公司合作项目



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

3. 财务结构优化，良好回款水平为较为进取的土地投资提供保证

多元住宅产品线覆盖刚需到顶级物业，不断贴合当代社会发展特征

公司针对不同客群的住房需求，打造时光系、昕悦系、宸晖系与弘著系在内的四大住宅产品线，分别面向刚需、刚改、中端改善及高端改善定制化需求人群。此外，公司计划在现有产品线基础上融合当代社会的发展特征不断研发创新力求贴合各细分市场需求，塑造良好企业品牌，未来产品线将基于以下需求提升品牌价值：

1. 顺应老龄化社会趋势，住宅小区将更充分考虑老年人需求；
2. 考虑到丁克及二胎家庭的增多，产品将偏向改善型物业；
3. 结合年轻人偏好，推广智能家居和智能社区。

表 4：公司住宅产品线（截至 2019 年末）

	Internet-时光系	Evolution-昕悦系	Splendid-宸晖系	TOP-弘著系
建筑特点	以精致优雅的新古典主义风格或时尚简约的现代风格为特色	风格与时光系类似，亦以新中式建筑风格为特色	以简单基调、水平排列的格局及带檐的层状上沿为特色	倾力巨制的 TOP 级理想世家
针对人群	通过园林为城市青年客群呈现斑斓的生活环境	为幸福成长家庭打造的品质居所	为层峰阶层打造的精工高端住宅	强调智富阶层的格调主张，定义塔尖人群
需求类型	刚需型客户	刚改型客户	中端改善型客户	改善型需求
代表项目	南京时光里花园及合肥时光里	无锡上品璟苑、合肥昕悦花园及苏州昕悦名邸	重庆弘阳天宸一品	无锡弘阳三万顷

产品展示



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

基于匹配各类客群需求的成熟产品线，公司项目开销比表现优异

公司运营项目要求的“3671”体系（3个月开工、6个月开盘、首开去化率不低于70%、10个月现金流回正）强有力地保障公司全国化布局战略落地，同时成熟产品线充分把握目标客群需求助力部分项目首日开销比表现优异，其中苏州姑苏正弘府开盘即售罄，无锡昕悦棠首日开销比达99%。

此外，公司高档住宅去化率也处于行业较高水平，以别墅区无锡弘阳三万顷为例：该项目为公司TOP系产品，开发于2012年，位于有“天然生态公园”之称的无锡马山国家旅游度假区，三面环山，东面望湖，占地约80万方，总建筑面积约13.9万方，由334栋各具特色的纯独立别墅组成，其46%的高绿化率和0.2的超低容积率叠加设施齐全、交通便捷（到无锡市区仅需半小时，到南京、上海、杭州等核心城市约一个半小时）为高端改善客群完美打造“绿色健康、智慧科技”的品质生活方式。项目分为两期开发，主力户型面积为300~650平方米，部分户型700~900平方米，均价23676元/平。其中一期已售罄，二期小别首日开销比高达96%。

图 40：近期公司高周转项目展示



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 41：公司住宅项目—无锡弘阳三万顷



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

销售回款率高达 94%，良好回款为土地投资提供保证

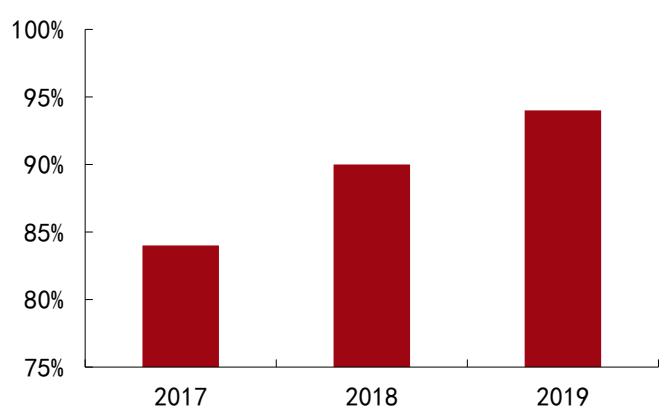
公司销售回款有力覆盖土地款支出，公司计划 40%-50% 回款将用于投资端保障高增速的维持。截至 2019 年末公司销售回款率高达 94%，相较去年同期提升 4.0 个 PCT，领先于行业平均水平。高周转可加速资金回笼，一方面缓解公司现金流压力，另一方面减少贷款需求从而降低融资成本。

图 42：近期公司高回款项目展示



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 43：2017-2019 年公司销售回款率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

4. 完善激励机制，打造营销铁军

公司深刻意识到持续高速航行的背后需要优秀“舵手”来掌握方向，而为匹配高速扩张之路公司人力资源领域于上市后进行了深刻变革。于一线，打造营销铁军。公司营销团队在业内享有良好口碑，为项目高去化率提供前线保障。于总部，启用职业经理人制度，同时配备完善机制。公司充分启用职业经理人制度，2018 年底先有数十位来自旭辉、新城等千亿房企的高管携手空降公司，2019 年后有袁春先生作为联席总裁加入公司，再加上执行董事何捷先生，集团总裁蒋达强先生、集团执行总裁张良先生，公司打造出一只从业经验丰富、技术专业的职业经理人团队；同时公司配备完善专项激励机制、薪酬激励机制、股权激励机制和项目跟投机制。

公司或意识到在当前市场环境下未来三年可能是行业弯道超车的最后窗口，因此力邀众多行业人才以汲取经验力争早日跻身龙头房企之列，最近加入公司的袁春先生便是一个很好的例子。袁春先生毕业后即投身中海地产，十四载光阴与中海共成长，后任中海青岛副总裁；2010 年于龙湖邀请下出任杭州龙湖总经理，四年沉浮间杭州业绩表现惊人，仅次于龙湖重庆和北京两个大本营，之后袁春先生任龙湖副总裁兼营销部总经理期间龙湖销售表现出从 500 亿到 1500 亿的爆发式成长，袁春先生也以营销靓绩获得业界响亮声望。回看袁春先生加入公司的时间点，适逢地产整体

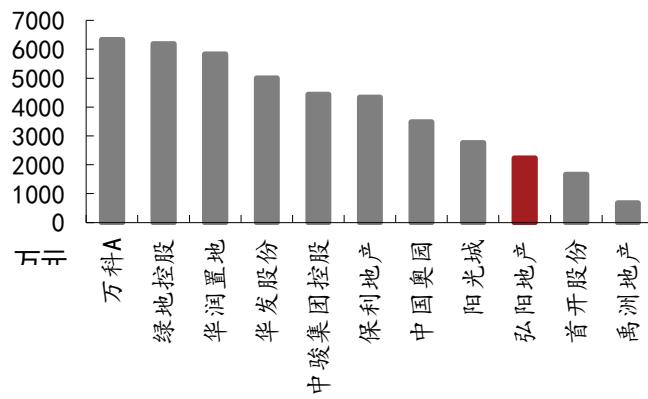
行情偏弱、表现不佳的“金九银十”，公司此时力邀众千亿房企高管势必意在保持高增长之态，助力公司以更强劲之势实现规模增长与品质提升。

表 5：公司主要管理层

成员	职位	加入时间	职务	履历	学历	从业时长
曾煥沙	主席	1996 年创立	负责发展策略及日常运营	创立南京红太阳商业大世界开业	海南大学经理系	20 余年
何捷	执行董事、总裁	2012 年	负责地产板块业务运营，制定地产及物业投资计划	天正集团南京置业有限公司担任执行总裁	中欧国际工商学院工商管理硕士学位	10 余年
蒋达强	非执行董事	2018 年	负责策略投资和经营管理	华润有限公司经理	上海交通大学科技史系硕士学位	16 余年
张良	非执行董事	2017 年	负责集团的运营及管理提供战略性建议及意见	旭辉控股副总裁、旭辉中国独立非执行董事	中欧国际工商学院工商管理硕士学位	10 余年
张宏武	非执行董事	2009 年	负责南京总部运行工作	苏州盛世地产投资集团有限公司财务总监	南京财经大学工商管理硕士学位	10 余年
袁春	联席总裁	2019 年	负责协助公司行政总裁有关营运及营销管理的工作	龙湖集团控股有限公司副总裁	同济大学暖通专业学士学位	20 余年

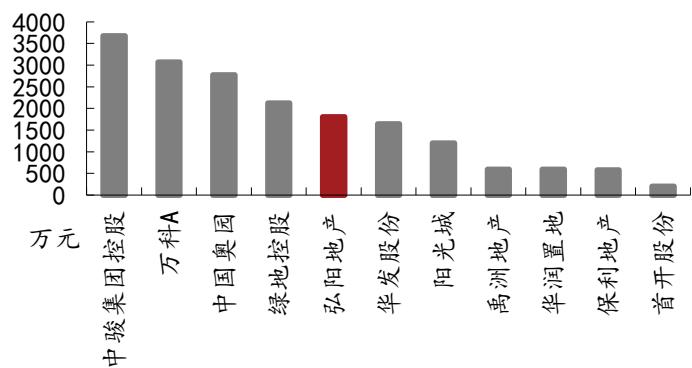
数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 44：2019 年主流地产公司管理层年度薪酬



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 45：2019 年主流地产公司收入前三的董事薪酬



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

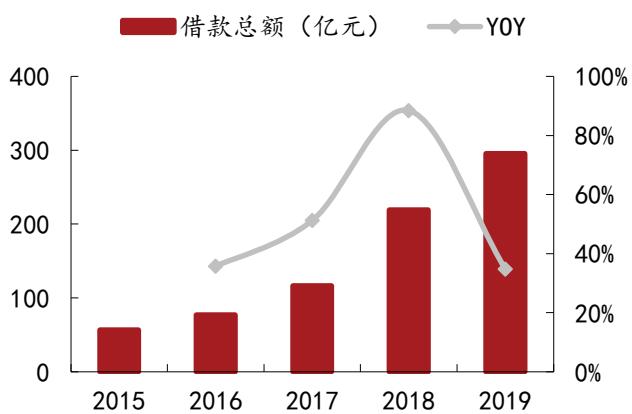
四、财务结构持续优化

有息负债规模进一步扩张

截至 2019 年末，公司总借贷约 295.5 亿元，相较 2018 年末的 219.2 亿元增长 34.8%，增速相较 2018 年末收缩 54 个 PCT，增速下滑主要由于 2018 年公司成功上市后大力拓展境外融资渠道以满足发展诉求，完成多笔里程碑式交易致当年融资增速大幅提升。于 2019 年总借贷中，公司银行及其他借款/优先票据占比分别为

68.6%/31.4%，融资方式逐渐由银行贷款倾向债券融资。截至 2019 年末，公司银行及其他借款中抵押获款率达 98.6%，较 2018 年末提升 0.4 个 PCT，对应金额 203 亿元，抵押获款能力优异且逐年提升。

图 46：2015-2019 年公司借款总额



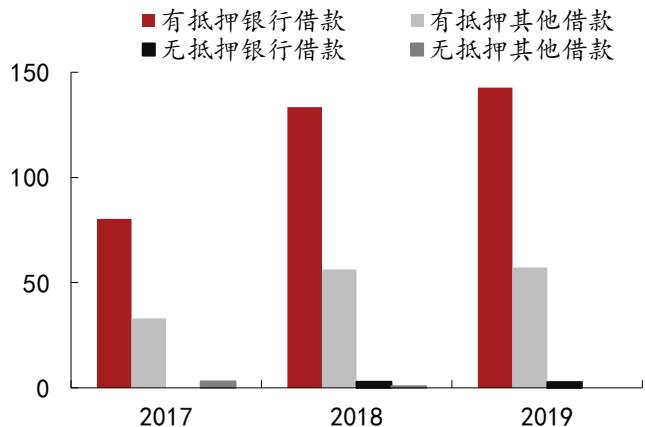
数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 47：2015-2019 年银行借款及优先票据（亿元）



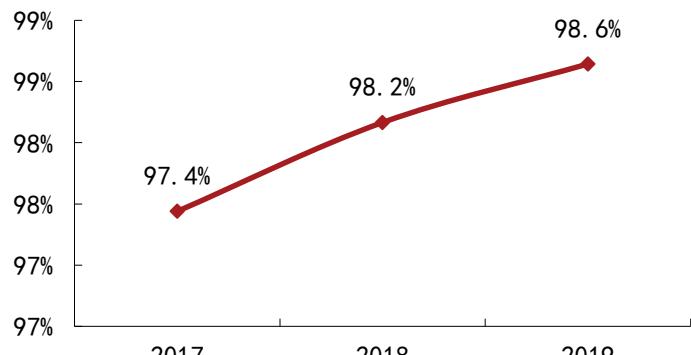
数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 48：近三年计息银行借款及其他借款抵押情况（亿）



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 49：近三年抵押货款率

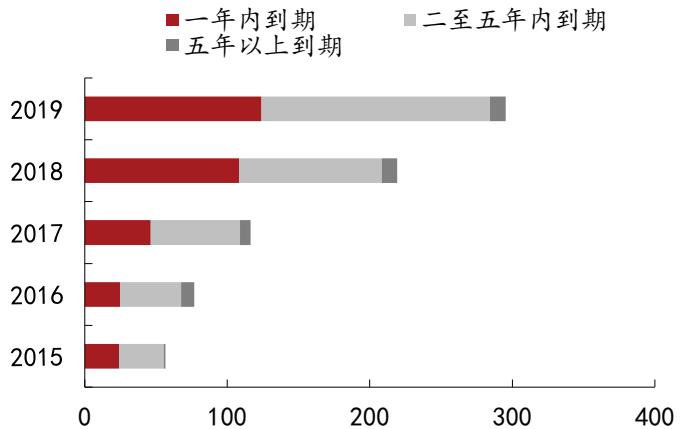


数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

近期债务偿还压力较大，现金短债比改善程度有限

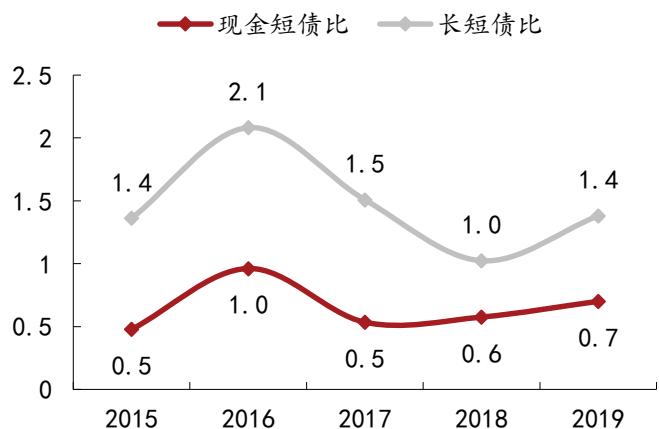
2019 年末，公司一年内/二至五年内/五年以上债务占比分别为 42.0%/54.2%/3.8%，较 2018 年分别下降 7.4/提升 8.5/下滑 1.2 个 PCT。公司截至 2019 年末的一年内需偿还负债金额为 124.1 亿元，考虑到公司（同期在手未受限制现金为 86.9 亿元）现金短债比为 0.7，同比提升 0.1 个 PCT，我们认为公司债务安全边际有所改善但仍相对较低。此外，公司长短债比例于 2016 年达到高点 2.1，后持续收缩至 2018 年的 1.0，2019 年小幅反弹回 1.4，债务结构存在较大改善空间。

图 50：2015-2019 年公司债务期限结构



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 51：2015-2019 年公司长短债比例

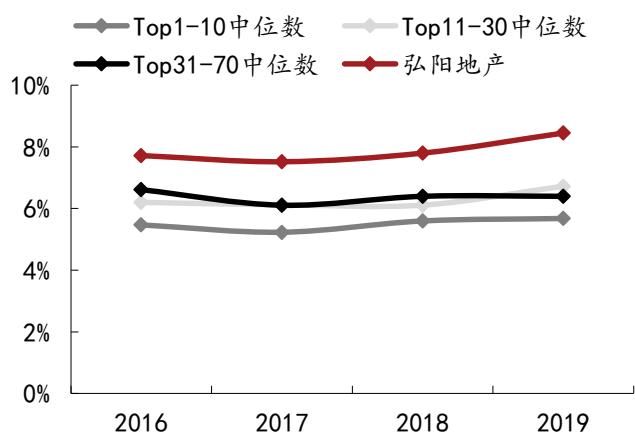


数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

注：现金仅为资产负债表中现金及现金等价物

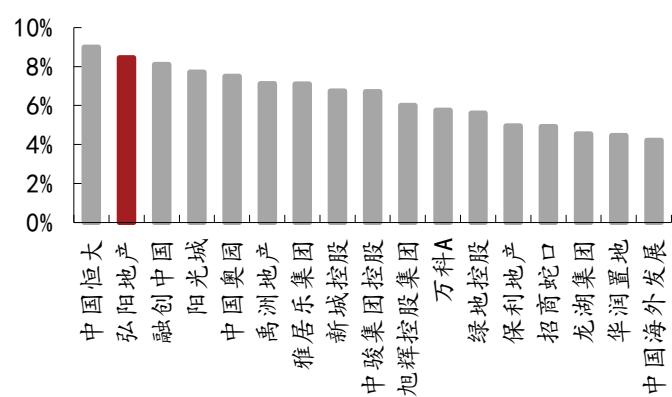
7.8%综合融资利率位居样本池前列。从融资利率来看，公司抵押银行借款利率浮动于 4% 至 6%；其他抵押贷款利率偏高为 9% 至 15%。考虑到 2018 年后房企融资规模维持高位，2019 年 TOP50 房企平均借贷利率较 2017 年提高约 0.5 个 PCT，公司融资成本也随之提升。截至 2019 年，公司加权平均融资利率为 8.5%，同比提升 0.7 个 PCT，高于 TOP31-70 房企融资成本中位数，并于可比公司中处于较高水平。

图 52：公司与 TOP70 房企平均融资成本中位数比较



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 53：2019 年主流地产公司融资成本比较



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

表 6：融资各款项明细

	2017 年		2018 年		2019 年	
	实际利率%	融资金額 (亿元)	实际利率%	融资金額 (亿元)	实际利率%	融资金額 (亿元)
银行贷款—已抵押	4.35 - 4.79	12.1	4.35 - 6.25	31.2	4.00 - 6.00	51.5
其他贷款—已抵押	9.00 - 15.00	8.5	8.00 - 15.00	22.7	9.00 - 15.00	21.9
其他贷款—无抵押	8.0	0.5	12.2	0.7	—	—
长期银行贷款即期部分—已抵押	4.50 - 6.59	11.7	4.46 - 6.65	15.2	4.75 - 8.62	13.5
长期银行贷款即期部分—无抵押	—	—	5.25	0.4	5.32	0.9
长期其他贷款即期部分—已抵押	6.61 - 9.12	11.1	6.48 - 12.07	12.1	6.44 - 14.50	17.3
长期其他贷款即期部分—无抵押	8.0	2.5	—	—	—	—
银行贷款—已抵押	4.50 - 7.13	56.5	4.46 - 11.68	87.0	4.8 - 11.70	77.7
银行贷款—无抵押	—	—	4.99 - 5.25	2.4	5.04 - 5.32	1.8
其他贷款—已抵押	6.61 - 9.12	13.4	6.48 - 14.5	21.5	9 - 12.99	18.0

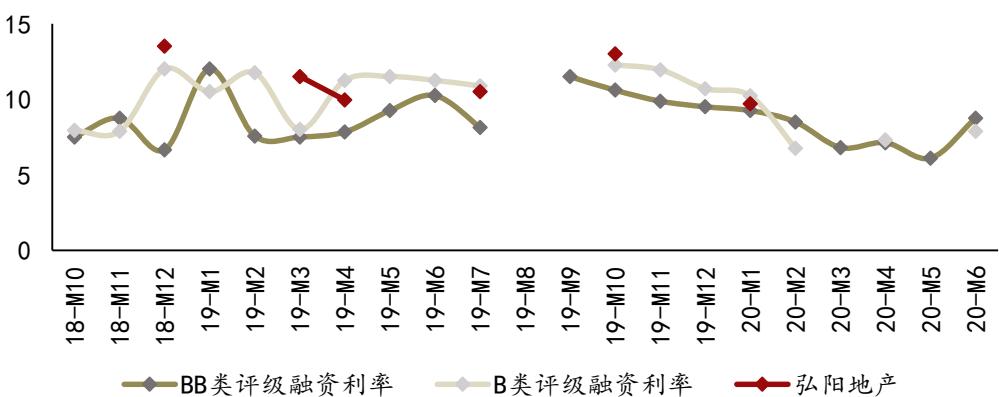
数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

公司债券融资利率位居同评级主体前列

2019-2020 年公司共于香港联交所发行六笔合计 14 亿美元的优先票据，其中两笔为两年期，发行利率位于 9.95% 至 13% 区间，较 2018 年发行的两年期 3.8 亿美元优先票据利率下降明显。截至 2019 年末，公司已发行的七笔债券都未到期，其中一笔 3.8 亿美元的优先票据将于 2020 年末到期，结合盈利预测我们预计公司 2020 年在手未受限制现金将为 121 亿元，未来两年内公司债券偿还违约风险较小。

公司自身国际信贷评级得到稳定提升。上市后公司获标普及惠誉上调评级为「B」，2019 年公司再获惠誉上调主体评级至「B+」，展望稳定，及穆迪授予首次「B2」主体评级，展望正面。此外中诚信及联合信用授予公司全资附属公司南京红太阳「AA+」的主体长期信用评级。对比同评级主体，公司最近六次优先票据发行利率大多浮动于同评级主体债券发行息票均值上方，高债券融资成本或影响盈利能力。

图 54：同评级主体债券发行利率比较



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

表 7：公司已发行债券明细

债券代码	起息日	到期日	发行规模(亿元)	当前余额	币种	利率说明	债项评级
40126.HK	2020-01-16	2023-04-16	3.00	3.00	USD	9.70%	联合国际：BB-首次
5987.HK	2019-07-03	2022-10-03	2.50	2.50	USD	10.50%	惠誉：B-首次
5964x.HK	2019-04-11	2022-04-11	1.50	-	USD	9.95%	穆迪：B3-首次
5964.HK	2019-04-11	2022-04-11	3.00	4.50	USD	9.95%	惠誉：B-首次
40045.HK	2019-10-30	2021-10-30	1.00	1.00	USD	13.00%	-
5837.HK	2019-03-04	2021-03-04	3.00	3.00	USD	11.50%	惠誉：B-首次
5463.HK	2018-12-03	2020-12-03	3.80	3.80	USD	13.50%	惠誉：B-首次

数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

我们观察到楼市寒冬之时也有部分房企弯道超车，增势迅猛，他们也大多具备以下两个特征：

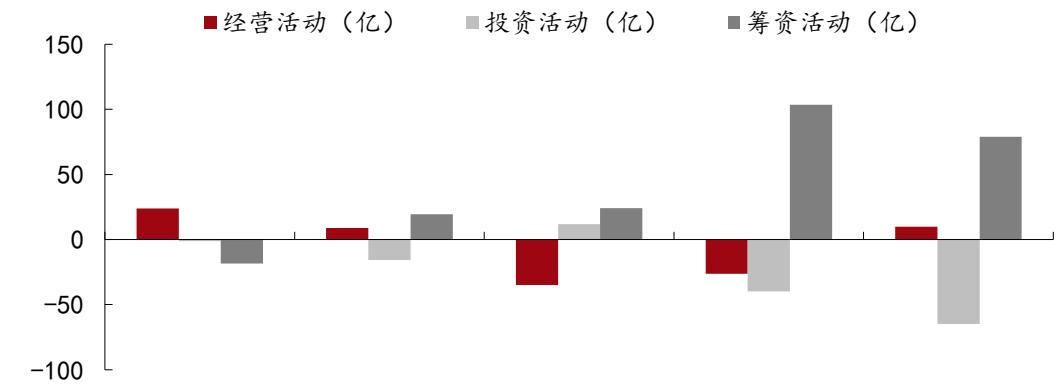
1. 以中型房企为例，多通过合作开发或商业拿地把控成本迅速扩大规模；
2. 以龙头房企为例，多基本面稳健，且于资金收紧的背景下具备较强融资优势。

综合上诉分析，我们认为公司目前于拿地及融资优势上还有所欠缺，两者或一定程度制约公司未来发展。

经营性现金流三年来首次转正

公司经营活动现金流自 2015 年达到高点后持续收缩至 2017 年的负 35 亿元，2018 受当期拿地力度较大影响该值仍为负，但受益于良好的销售状况其值已出现明显回升并于 2019 年末达 9.9 亿元。此外公司筹资活动现金流正值较 2018 年同期大幅下降。从整体情况来看，公司正处于资本投入期，由于地产开发项目耗时长且期间内公司多进行土地收购和业务扩张，导致经营活动资金回笼不足同时需筹资以弥补现金流的空缺。

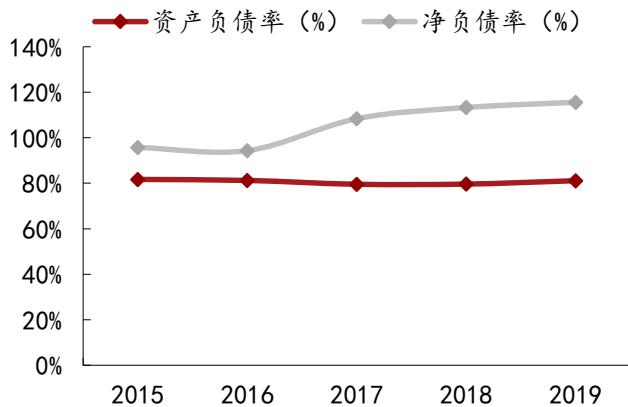
图 55：2015-2019 年公司现金流情况



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

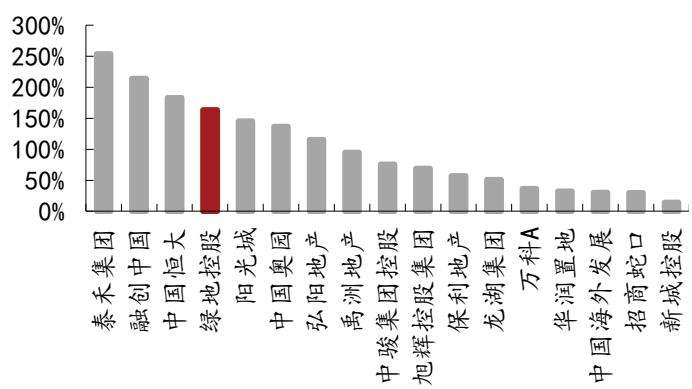
公司近五年资产负债率维持稳定水平，2019 年末为 81.1%，同比提升 1.5 个 PCT；净负债率为 115.6%（总有息负债减去货币资金除以净资产），同比提升 2.3 个 PCT，在主流地产公司中处于较高位水平，存在进一步降杠杆空间。未来公司计划在规模快速提升的同时，或适度提升负债率并控制其在 80% 以内，实现财务约束下的稳健可持续增长。

图 56：2015-2019 年资产负债率与净负债率比较



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 57：2019 年主流地产公司净负债率比较



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

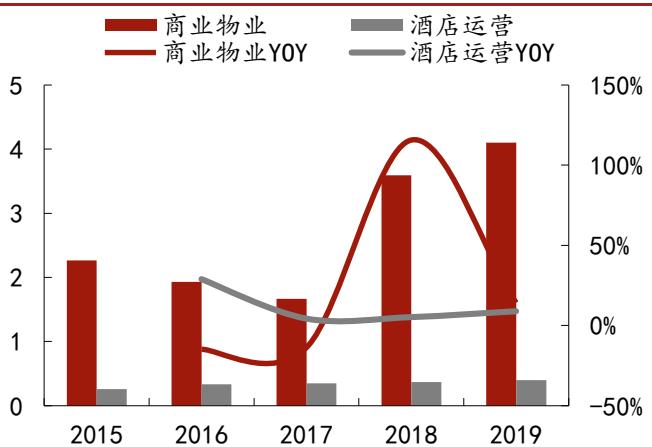
五、基于住宅主航道，衍生相关多元化

伴随着房地产行业逐渐迈入存量时代，同时考虑到市场整体经济环境下行、房地产长效管理机制逐步落实，众多房企纷纷拓展多元业务，将发展战略倾向存量不动产的发展和运营。由于融资、拿地分化，房企在业务布局上也面临不同选择，截至2019年末，主流房企多元化业务已迈入相对成熟阶段，业务布局多涉及商业地产、物业管理、文旅及住宅租赁等，公司也基于住宅主航道，衍生商业地产、物业服务等相关多元化平台。

商业地产：轻重结合，商业运营能力快速提升

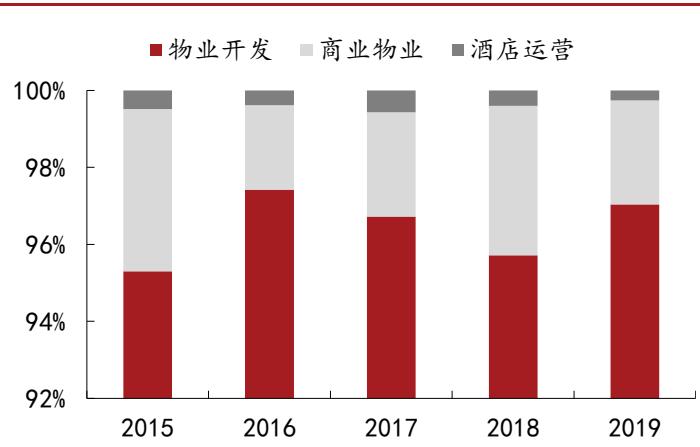
公司商业地产的开发贯彻“销售为主、自持为辅”的轻资产模式，配合投资性物业的开发，双轮驱动拓宽收入来源，并促进可售物业的附加价值提升。2019年末公司商业物业实现租金收入约4.1亿元，占公司总营收2.7%；同比+14.6%，主要因南京弘阳广场C2C3馆开发及烟台、滕州弘阳广场开业新增贡献所致。此外，2019年公司实现酒店运营业务收入0.4亿元，占公司总营收0.3%；同比+8.3%，主要因南京弘阳酒店及无锡弘阳洛克菲花园酒店表现有所改善提升贡献所致。

图 58：商业地产收入（亿元）



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

图 59：商业地产收入占比



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

公司商业板块主要开发广场及酒店两条产品线。截至2019年末，公司已开业四座弘阳广场，分别坐落于江苏南京、江苏常州及山东烟台、滕州，此外正在筹备开设合肥、衡阳、扬州、徐州、燕郊、天津、六安、济宁、烟台福山、烟台乐凯、常州名力十一座弘阳广场，规模效应初显。酒店方面公司已拥有两间酒店，分别为南京弘阳酒店及无锡弘阳洛克菲花园酒店，同时通过委托管理方式开业一家宜必思酒店。

强商业运营能力打造南京标杆级商业综合体。位于江北核心商圈的南京弘阳广场为南京红太阳的延续，于 2007 年低价拿地后 2011 年全面开业，经过多年的精耕细作已发展为华东地区规模最大的城市综合体。广场为国内首创双 Mall（购物中心+家居中心）+主题乐园架构，以差异化、综合化吸引大量客群。弘阳广场总建面达 60 万方，可租用面积约 46 万方，物业估值高达 80 亿元。其购物中心及家居中心当前出租率为 100%，平均月租金约 160-170 元/平，近三年租金年涨幅约 20%。

参与国家级江北新区的城市更新，抓住区域发展先机。随着政府打造江北国家级新区进程的不断推进，公司意识到政策倾斜、交通规划及教育医疗大规模配套的建设都给江北商业地产的发展提供了无限可能。2016 年公司紧跟城市演进的步伐，于南京长江大桥正式封闭后第一时间启动广场升级改造，前后花费十亿元重塑品牌形象、贴近购物需求，从而在江北新区的商业完善过程中占据先发优势。2019 年弘阳广场 C 馆开业的两天内客流破 90 万，销售达 2900 万，品牌及影响力均位居前列。

表 8：南京弘阳广场租金分析

Mall	月租金	年租金收入	租金回报率	其他
家居中心	100 元/平	2 亿元	7%	年广告收入 600 万元
购物中心	150 元/平	2 亿元	4.6%-4.7%	除租金外还有提点收入
主题乐园	80%项目自营，20%联营与合作方分成	-	-	年门票收入 4000 万

数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

未来公司将以轻资产模式作为拓展商业板块的主要路径，与住宅物业开发板块形成协同效应。具体而言，在部分核心城市的优质地段，公司将较多考虑自持资产（如预计将 2017 年 11 月于常州天宁区劳动中路获取的一块土地开发成常州第二座弘阳广场）；而在风险相对较高的地段，公司将采取轻资产运营模式，即从当地房地产开发商处租赁物业，后以弘阳广场的模式进行装修和运营。

表 9：公司商业产品线（截至 2019 年末）

	广场	酒店		
商业特点	综合性的商业综合体，集社交、娱乐和文化元素于一身。		定位健康、尊贵、私密及艺术四大主题	
组成部分	由百货商店、家具建材购物中心、餐厅、电影院、娱乐设施和主题乐园组成		包括餐厅、多功能厅、会议室、健身中心、客房、棋牌室、温泉池、商业设施等	
代表项目	南京弘阳广场		无锡弘阳洛克菲花园酒店	
其他情况	届满租约（个）	126	房租/间（CNY）	1007
	届满租约建面（方）	34200	出租率（%）	30.0%
	届满租约的建面占比	12.5%	客房收入/间（CNY）	1999

产品展示



数据来源: wind、公司公告、克而瑞证券研究院

表 10: 商业板块代表项目详情

项目类别	项目名称	城市	建筑面积(万方)	2019 年出租率
运营项目	南京弘阳广场 - 购物中心	南京	15	100.00%
	南京弘阳广场 - 弘阳家居	南京	24	99.90%
	南京弘阳广场 - 未来世界(游乐)	南京	2.2	-
	常州弘阳生活+	常州	6.5	97.00%
	南京弘阳酒店	南京	1.4	-
	无锡弘阳洛克菲花园酒店	无锡	1.8	-
项目名称	城市	建筑面积(万方)	预计开业时间	
筹备项目	弘阳广场所合肥松芝店	合肥	8	2020
	弘阳广场衡阳店	衡阳	9.6	2020
	烟台弘阳生活+	烟台	5.3	2020
	弘阳广场扬州店	扬州	5.2	2020
	弘阳广场常州名力店	常州	16.4	2021
	弘阳广场广州增城店	广州	12	待定
	弘阳广场济宁店	济宁	8	待定
	弘阳广场烟台福山店	烟台	5	待定

数据来源: wind、公司公告、克而瑞证券研究院

弘阳服务：物业管理资本市场加速

房地产市场由增量转向存量的跨越为物业提供充足成长空间。自 2014 年彩生活敲开资本市场的大门后，赴港上市的物管公司数量屡创新高，2019 年达到 11 家。截至 2019 年末，已有 19 家内地物管公司成功上市，总市值超过 2000 亿港元，从股价表现来看，大部分上市物管公司表现优于大盘，物业股年内平均涨幅达 56%。

业绩稳健增长，盈利能力有待提升。弘阳服务可追溯至 2003 年成立的南京弘阳物业管理公司，现为公司旗下的社区生活服务集团。2018 年，弘阳服务开启收并购之路并实现年复合增长率约 85%。2019 年弘阳服务位列中国物业服务企业 35 强，累计在管项目面积约 2760 万方，涉及中国 14 个省（直辖市/自治区），其中在管面积约 1580 万方。截至 2019 年底，弘阳服务营收增至 5.0 亿元，同比+44.1%；归母净利润增至 0.6 亿元，同比+79.0%。然而，2017-2019 年弘阳服务的毛利率分别为 22.6%、20% 及 25.3%，虽维持上升趋势但 2019 年低于 WIND 同期港股房地产服务板块平均毛利率（30.4%）5.1 个 PCT，主要因 2019 年弘阳服务来自第三方房

地产开发商的毛利率由 2018 年的 19.1% 小幅收缩至 17.5 %。

加速冲刺资本市场。2020 年 6 月 24 日弘阳服务开启全球招股，确定招股区间为 3.3 港元至 4.3 港元，并将于 7 月 7 日正式在港挂牌。根据发售文件显示，弘阳服务拟全球发行 1 亿股股份，其中公开发售占 10%，国际配售占 90%，另有 15% 超额配股权，以此推算，弘阳服务或可募集资金近 5 亿港元。

物企发展潜力巨大。2019 年中国物业服务企业管理规模排行榜排名较前的物企普遍创立于 90 年代末，起步较早，且大多背靠房地产龙头企业，他们不仅能从母公司或关联房企获得业务支持，还能借助母公司或关联房企的品牌影响力从社会上募集大量资金，从而加速扩张，提升品牌竞争力。随着房地产企业并购行为增多，行业集中度提升进入加速期，房企系物企的在管面积和增长率得以保障，未来物业管理行业的集中度也会相应提升，逐渐形成规模效应。我们预计在未来 3-5 年房企分拆物业公司单独上市的热潮仍将持续，多元化发展战略已成必然。而物企若借助关联房企的业务支持以及资本市场的资金支持，竞争优势将持续凸显，发展潜力巨大。

表 11：龙头物企发展潜力巨大

排名	物管公司	创立时间	关联房企简称	2019 年房企销售排名
1	万科物业	1990	万科地产	2
2	碧桂园智慧服务	1992	碧桂园	1
3	彩生活	2002	花样年	75
4	金碧物业	1997	中国恒大	3
5	雅生活	1997	雅居乐	26
6	保利物业	1996	保利发展	5
7	绿城服务	1998	绿城中国	24
8	龙湖智慧服务	1997	龙湖集团	11
9	金科服务	1998	金科集团	17
10	中海物业	1991	中海地产	7
35	弘阳服务	2003	弘阳地产	54

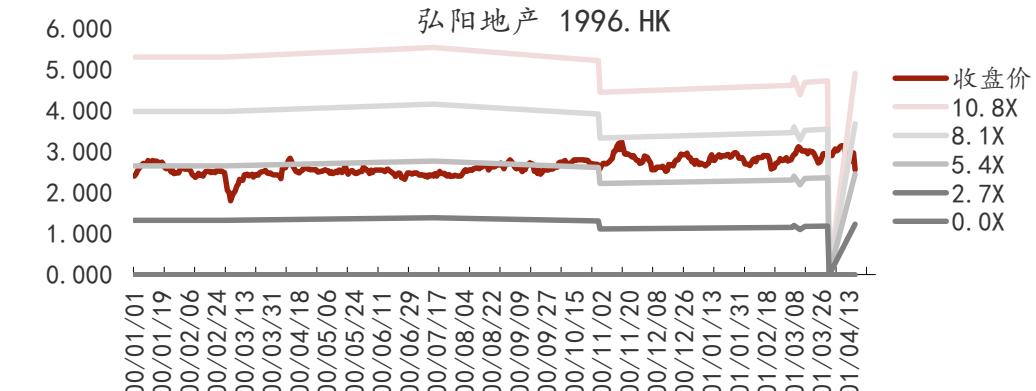
数据来源：wind、CRIC、克而瑞证券研究院

六、估值

PE-Band

从 PE-Band 来看，目前公司 PE 估值处于 5.4X-8.1X 区间，自 2019 年末估值低谷后小幅反弹，但仍存在一定上涨空间。

图 60：PE-Band（截至 2020 年 6 月 23 日）



数据来源：wind、公司公告、克而瑞证券研究院

对比样本房企市盈率 PE (TTM) 及市净率 PB (MRQ) 指标，2019 年公司估值处于相对低位。考虑到公司近三年销售表现靓丽，销售规模从 2016 年 133 亿元跃升至 2019 年 651 亿元，CAGR 达 69.7%，完成三年近五倍增长的征途，叠加业绩高增短期可持续性较强，因此我们认为公司具备一定投资空间。

表 12：对比公司估值水平

企业简称	公司代码	总市值(亿)	收盘价	PE (TTM)			PB (MRQ)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
华润置地	1109.HK	1911.8	27.0	8.7	6.6	5.7	1.4	1.0	0.9
禹洲地产	1628.HK	160.0	3.1	5.3	3.5	3.0	0.8	0.3	0.3
龙湖集团*	0960.HK	2017.8	33.9	10.6	9.3	8.0	1.2	1.0	0.9
中骏集团控股*	1966.HK	128.4	3.1	3.5	2.7	2.3	0.4	0.4	0.3
中国奥园*	3883.HK	231.3	8.6	5.2	3.4	2.5	0.6	0.5	0.4
龙光集团*	3380.HK	691.7	4.1	5.2	4.0	3.4	1.4	1.0	0.8
时代中国控股*	1233.HK	254.0	5.1	3.6	2.9	2.5	0.5	0.5	0.4
弘阳地产*	1996.HK	77.0	2.3	5.2	4.0	3.1	0.4	0.4	0.4
万科 A*	000002.SZ	2965.7	3.3	8.1	7.2	6.3	1.7	1.5	1.3
蓝光发展*	600466.SH	163.6	4.3	4.6	3.1	2.4	0.4	0.4	0.3
金地集团*	600383.SH	618.5	5.3	5.9	4.9	4.2	0.7	0.6	0.6
阳光城*	000671.SZ	259.6	5.3	7.0	5.2	3.9	1.1	1.1	0.9

数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

注：数字日期为 2020 年 7 月 1 日；*为覆盖公司估值预测，其余为 wind 一致预测值；总市值及收盘价对应货币为 CNY

RNAV 估值

从 RNAV 的角度看，测算公司净资产增值为 50.9 亿元，叠加近三年净资产均值，每股 RNAV 为 4.2 元/股，以 2020 年 7 月 1 日收盘价为基础，折价率为 45.0%。

其中 RNAV 测算假设如下：

- 1) 结算均价按照 2019 年单项目实际销售均价或者根据第三方可查信息周边定价给定（不包含投资性物业）
- 2) 每年价格的涨幅根据不同城市给予不同的涨幅设定
- 3) 根据公司财务报表相关数据及一定假设，测算 WACC 参考值为 10.7%
- 4) 假设主营业务税金比率 5.5%，期间费用率 10%，所得税率 25%。

表 13: RNAV 测算结果

指标	数据
WACC	10.5%
净权益增值（亿元）	50.
土地储备（万方）	169.32
总股本（亿股）	33.20
每股 RNAV(元)	4.20
7 月 1 日收盘价（元）	2.32
RNAV 折价率	45%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

投资建议

公司多年来深耕长三角都市圈，从“小而美”的区域型房企逐渐蜕变为“住宅+商业”双轮驱动的全国性开发商。近年来公司销售高成长，土地储备优良，同时商业运营已积淀出行业领先的规模和品牌效应，我们看好公司未来销售持续增长的潜力，以及商管、物管等存量业务的大发展。给予 2020-2021 年 EPS 分别为 0.59 和 0.75 元，对应 PE 分别为 4.0 和 3.1 倍，目标价为 2.90 港元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

行业销售不及预期，政策调控超预期，公司业绩不及预期。

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供[服务名称]服务，[并已在过去十二个月内收取了该服务之费用]/[并预计在未来三个月内收取该服务之费用](选其一)。

克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。(如不适用可以移除)

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥补不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向CEO直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序(Chinese Wall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅(复权后)超20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅(复权后)介于5-20%之间

中性：公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避：公司股价跌幅(复权后)超5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据1933年美国证券法修订版S条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第571章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数组产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第571章《证券及期货条例》界定的第1类(证券交易)、第4类(就证券提供意见)及第9类(提供资产管理)受规管活动。