

投资评级 优于大市 维持

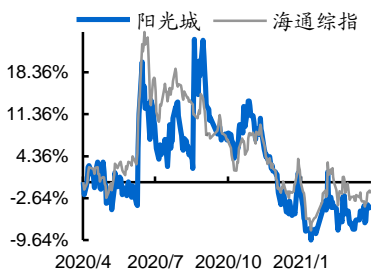
净利润同增 29.85%，净负债率持续下降

股票数据

04月22日收盘价(元)	6.26
52周股价波动(元)	5.96-8.39
总股本/流通A股(百万股)	4140/4056
总市值/流通市值(百万元)	25918/25393

相关研究

- 《业绩稳健增长，结算毛利率有所下滑》
2020.10.30
- 《引优质股东泰康系，开启十年增长路》
2020.09.18
- 《归母净利润稳定增长，负债结构持续改善》
2020.08.22

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-0.2	-2.0	-3.4
相对涨幅 (%)	-0.8	7.0	5.2

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **事件：**公司公告 2020 年年报情况。
- **业绩稳定增长，归母净利润同增 29.85%。**2020 年公司实现营业收入 821.71 亿元，同比增加 34.60%；实现归属于上市公司股东的净利润为 52.20 亿元，同比增加 29.85%；实现稀释后每股收益 1.19 元，同比增加 32.22%。2020 年公司利润分配预案为每 10 股派发现金红利 3.81 元（含税），共计派发现金红利 15.67 亿元。
- **毛利率大幅下滑，净负债率显著下降。**2020 年，公司毛利率为 20.06%，同比下降 6.52 个百分点；净利率为 6.35%，同比小幅下降 0.23 个百分点。截止报告期末，公司资产负债率为 83.18%，同比减少 0.25 个百分点，净负债率为 94.90%，同比大幅减少 43.04 个百分点。
- **销售规模持续增长，土储规模保持合理。**2020 年公司实现合约销售金额 2180.11 亿元，同比增长 3.31%，权益销售金额 1395.65 亿元，权益比例 64.02%。报告期内公司通过公开招拍挂、并购、合作等多种方式合计新增计容面积约 1115 万平方米。截至报告期末，累计总土储 4252 万平米，土地储备权益比例约为 67.21%。其中，一二线城市预计未来可售货值占比 75.96%。
- **负债结构持续改善，评级提升。**2020 年，公司有息负债规模 1060.39 亿元，同比下降 5.59%，平均融资成本 7.42%，比 2019 年年末优化 28 个基点。2020 年平均回款率约 80.16%，实现经营性净现金流入 213.54 亿元，继续保持正值。公司在 2020 年突破公司境外最高评级。
- **投资建议：维持“优于大市”评级。**我们预测公司 2021、2022 年的营业总收入分别约为 1026.23 亿元、1240.40 亿元，归属母公司所有者的净利润为 62.83 亿元、74.91 亿元，对应 EPS 分别为 1.52 元、1.81 元。按照公司 2021 年 4 月 22 日收盘价 6.26 元计算，对应 2021 和 2022 年 PE 为 4.14 倍、3.47 倍。我们给予公司 2021 年 6-7XPE，合理价值区间在 9.11-10.62 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**销售不及预期；结算毛利率不及预期；负债下降不及预期；政策调控风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	61049	82171	102623	124040	138816
(+/-)YoY(%)	8.1%	34.6%	24.9%	20.9%	11.9%
净利润(百万元)	4020	5220	6283	7491	8682
(+/-)YoY(%)	33.2%	29.9%	20.4%	19.2%	15.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.97	1.26	1.52	1.81	2.10
毛利率(%)	26.6%	20.1%	19.9%	19.9%	21.0%
净资产收益率(%)	15.0%	17.0%	17.5%	17.9%	17.8%

 资料来源：公司年报（2019-2020），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

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

事件:

公司公告 2020 年年报。

点评:
业绩稳定增长，归母净利润同增 29.85%

2020 年公司实现营业收入 821.71 亿元，同比增加 34.60%；实现归属于上市公司股东的净利润为 52.20 亿元，同比增加 29.85%；实现稀释后每股收益 1.19 元，同比增加 32.22%。

2020 年公司主营业务收入分为房地产销售收入、建工板块收入和其他收入，分别占主营业务收入比重为 97.23%、1.11%、1.66%。其中房地产销售毛利率为 18.88%，同比降低 6.66 个百分点。

2020 年度利润分配预案为：公司 2020 年末总股本 41.37 亿股，扣除不享受股东红利的公司回购股数 0.24 亿股后股本数为 41.12 亿股，以此为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.81 元（含税），不以公积金转增股本，共计派发现金红利 15.67 亿元，现金分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 30%。

表1 公司利润表情况

单位：百万元	2020	2019	YOY%	海通分析
一、营业总收入	82171.24	61049.37	34.60%	
二、营业总成本	75631.30	55068.76	37.34%	
营业成本	65689.78	44822.87	46.55%	
营业税金及附加	3703.35	3914.66	-5.40%	
销售费用	2402.21	2568.82	-6.49%	主要系本期销售人员相关支出减少所致
管理费用	1978.17	2187.69	-9.58%	主要系本期组织结构调整、管理提效带来费用支出减少
财务费用	840.42	905.76	-7.21%	主要系本期负债规模下降所致
资产减值损失	-794.91	-588.23	35.14%	
投资净收益	2390.95	814.09	193.70%	
三、营业利润	9149.32	6826.58	34.02%	
加：营业外收入	95.60	83.59	14.37%	
减：营业外支出	424.53	139.54	204.24%	
四、利润总额	8820.40	6770.62	30.27%	
减：所得税	3329.05	2449.26	35.92%	
五、净利润	5491.35	4321.36	27.07%	
减：少数股东损益	271.05	301.19	-10.01%	
归属母公司净利润	5220.29	4020.17	29.85%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	1.19	0.90	32.22%	

资料来源：公司 2019、2020 年年报，海通证券研究所

毛利率大幅下滑，净负债率显著下降

2020 年，公司毛利率为 20.06%，同比下降 6.52 个百分点；净利率为 6.35%，同比小幅下降 0.23 个百分点。截止报告期末，公司资产负债率为 83.18%，同比减少 0.25 个百分点；剔除预收账款后的资产负债率为 79.09%，同比上升 1.47 个百分点；净负债率为 94.90%，同比大幅下降 43.04 个百分点。

2020 年，公司三项费用占收入比为 6.35%，同比下降 2.92 个百分点。其中，销售费用为 24.02 亿元，同比减少 6.49%，主要系本期销售人员相关支出减少所致；管理费用为 19.78 亿元，同比减少 9.58%，主要系本期组织结构调整、管理提效带来费用支出减少所致；财务费用为 8.40 亿元，同比减少 7.21%，主要系本期负债规模下降所致。

截至 2020 年末，公司预收账款（含合同负债）68940.33 亿元，同比下降 13.94%。2020 年公司实现经营活动现金流净额 213.54 亿元，同比增加 38.69%，主要系本期联合营企业销售回流等增加所致。

表2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2020	2019	Ppt	海通分析
毛利率	20.06%	26.58%	-6.52	
净利率	6.35%	6.59%	-0.23	
资产负债率	83.18%	83.43%	-0.25	
净负债率	94.90%	137.94%	-43.04	
三项费用占收入比	6.35%	9.27%	-2.92	
ROE (摊薄)	17.01%	15.03%	1.98	

(百万元)	2020	2019	YOY%	海通分析
总资产	352301.85	307551.88	14.55%	
净资产	30693.03	26744.42	14.76%	
货币现金	49804.58	41978.20	18.64%	
预收账款	68940.33	80106.33	-13.94%	
一年内到期的非流动负债	26008.34	24173.68	7.59%	
经营活动现金流净额	21353.51	15396.02	38.69%	主要系本期联合营合营企业销售款回流等增加所致

资料来源: 公司 2019、2020 年年报, 海通证券研究所

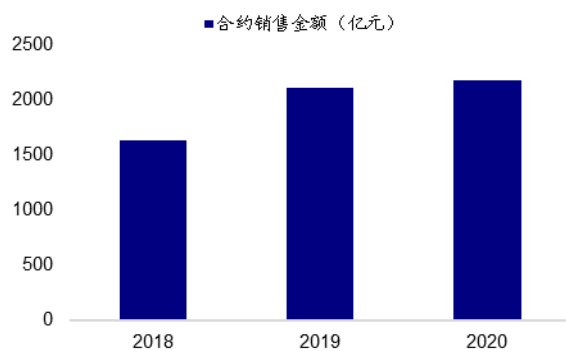
销售规模持续增长, 土储规模保持合理

1) 销售情况

2020 年公司实现合约销售金额 2180.11 亿元, 同比增长 3.31%, 权益销售金额 1395.65 亿元, 权益比例 64.02%。

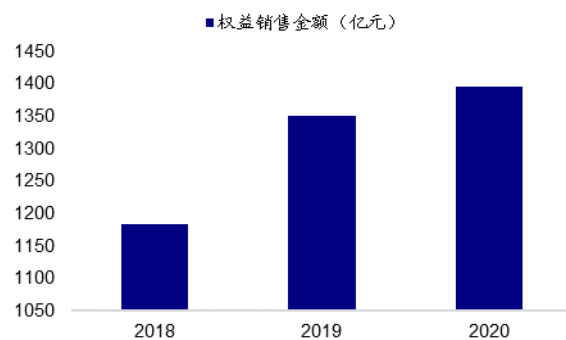
按区域划分, 大福建、长三角、珠三角、京津冀、内地销售金额占比分别为 17.3%、34.8%、7.6%、2.7%、37.6%。合约销售面积 1528.52 万平, 同比减少 10.78%, 权益比 72.11%, 按区域划分, 大福建、长三角、珠三角、京津冀、内地销售面积占比分别为 17.3%、23.7%、7.1%、2.3%、49.6%。

图1 近三年合约销售金额



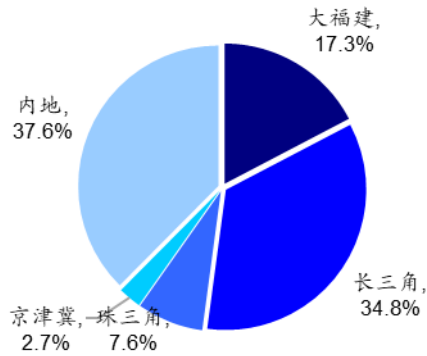
资料来源: 公司 2020 年年报, 海通证券研究所

图2 近三年权益销售金额



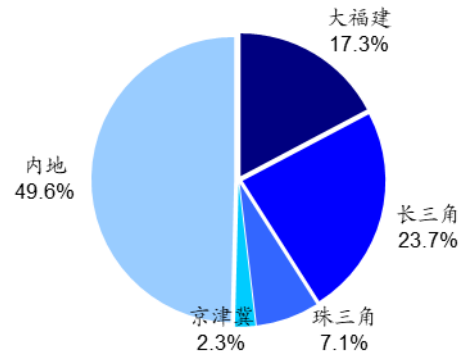
资料来源: 公司 2020 年年报, 海通证券研究所

图3 2020年销售金额分布(按区域划分)



资料来源:公司2020年年报,海通证券研究所

图4 2020年销售面积分布(按区域划分)



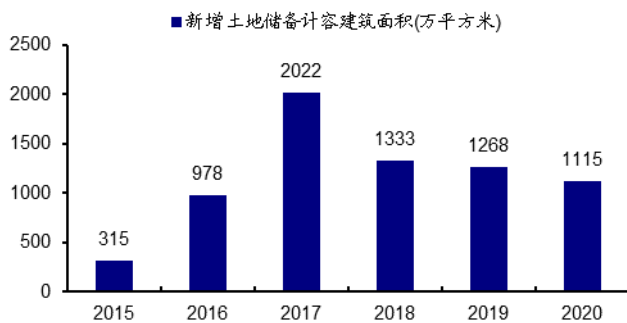
资料来源:公司2020年年报,海通证券研究所

2) 土地储备情况

报告期内公司通过公开招拍挂、并购、合作等多种方式合计新增计容面积约1115万平方米,综合楼面价6347元/平米。其中,公司通过公开招拍挂新增计容面积626.32万方;通过并购及合作方式新增土储计容面积488.32万方。

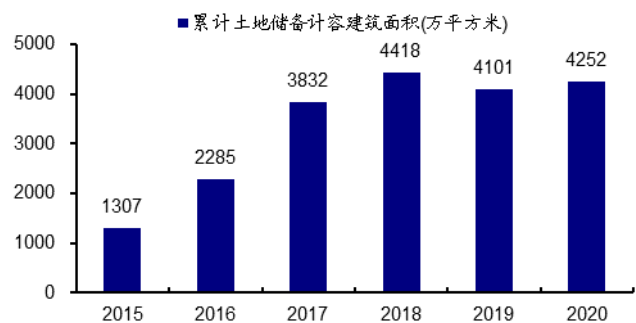
截至报告期末,累计总土储4252万平米,土地储备权益比例约为67.21%。其中,一二线城市预计未来可售货值占比75.96%。

图5 公司土地储备新增情况(万平方米)



资料来源:公司2015-2020年年报,海通证券研究所

图6 公司累计土地储备情况(万平方米)



资料来源:公司2015-2020年年报,海通证券研究所

负债结构持续改善,评级提升

2020年,公司有息负债规模1060.39亿元,同比下降5.59%,其中短期有息债务规模325.24亿元,同比下降3.06%,非银融资占比较去年2020年年末的24.94%继续下降至20.34%,负债规模及结构持续优化。2020年公司平均融资成本7.42%,比2019年年末优化28个基点。

公司进一步加强现金流管理,平均回款率约80.16%,实现经营性净现金流入213.54亿元,继续保持正值;期末账面货币资金498.05亿元,全额覆盖325.24亿元的短期有息负债,现金短债比1.53,现金状况持续改善。得益于财务品质持续改善,公司获得中诚信AA+主体评级展望由稳定提升至正面;中诚信亚太首评BBg稳定,突破公司境外最高评级;穆迪公司主体评级由B2正面上调至B1稳定;联合国际主体评级由BB-稳定上调至BB稳定;惠誉债项评级由B稳定上调至B+稳定。

重视产品质量,品质提升初见成效

2020年,公司加大绿色、科技建筑的研发,“绿色智慧家”产品由1.0迭代升级至2.0,基本实现绿色建筑全覆盖;通过招采全覆盖,实现主辅材全面健康管控,在部分重点项目落地“恒温、恒湿、恒氧”及“毫米波雷达智慧家系统”技术,

响应国家双碳战略。截至 2020 年末, 全国落地授牌的“绿色智慧家”项目 65 个, 总建筑面积约 1000 万平米, 较 2019 年同比增长约 89%。

在产品方面, 公司 2020 年共计摘得“地产设计大奖”、“金盘奖”、“REARD 全球设计大奖”等 158 项国内外大奖, 获得业内广泛认可; 贵阳望乡、昆明滇池半山、重庆悦江山等标杆产品相继亮相。在工程方面, 公司推广采用“352”建造体系, 严苛管控工程, 保证工程结构质量; 同时实施“6+1”品质提升行动, 围绕外立面、精装修、园林景观、机电、地下室、门窗及结构安全, 全面提升工程品质。

盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年营业总收入分别约 1026.23 亿元、1240.40 亿元、1388.16 亿元, 毛利率分别为 19.89%、19.88%、21.05%; 归母净利润分别为 62.83 亿元、74.91 亿元、86.82 亿元, 对应 EPS (摊薄) 分别为 1.52 元、1.81 元、2.10 元。

表3 公司分项业务情况预测 (百万元人民币)

项目	2020	2021E	2022E	2023E
房地产开发收入	78889	98667	119294	133066
增速 (%)	34.27	25.07	20.91	11.54
毛利率 (%)	18.88	18.80	18.80	20.00
建工板块收入	898	1167	1517	1972
增速 (%)	193.56	30.00	30.00	30.00
毛利率 (%)	11.79	11.80	11.80	11.80
酒店及其他板块收入	1351	1756	2195	2743
增速 (%)	43.78	30.00	25.00	25.00
毛利率 (%)	50.72	53	57.5	57.5
其他非主营业务收入	1034	1034	1034	1034
增速 (%)	-1.68	0.00	0.00	0.00
毛利率 (%)	77.15	77.00	77.00	77.00
营业总收入	82171	102623	124040	138816
增速 (%)	34.60	24.89	20.87	11.91
营业成本	65690	82209	99375	109596
毛利率 (%)	20.06	19.89	19.88	21.05

资料来源: 公司 2020 年年报, 海通证券研究所
注: 商管业务与酒店及其他板块于 2020 年起合并。

表4 盈利预测表 (百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业总收入	82171	102623	124040	138816
二、营业成本	65690	82209	99375	109596
三、营业利润	9149	10948	13006	15021
加: 营业外收支	-329	-345	-360	-365
四、利润总额	8820	10603	12646	14656
减: 所得税	3329	3947	4729	5472
五、净利润	5491	6657	7917	9184
减: 少数股东损益	271	374	427	502
六、归属母公司所有者净利润	5220	6283	7491	8682
每股收益 (元/股)	1.26	1.52	1.81	2.10

资料来源: 公司 2020 年年报, 海通证券研究所

投资建议：维持“优于大市”评级

我们预测公司 2021、2022 年的营业总收入分别约为 1026.23 亿元、1240.40 亿元，归属母公司所有者的净利润为 62.83 亿元、74.91 亿元，对应 EPS 分别为 1.52 元、1.81 元。按照公司 2021 年 4 月 22 日收盘价 6.26 元计算，对应 2021 和 2022 年 PE 为 4.14 倍、3.47 倍。我们给予公司 2021 年 6-7XPE，合理价值区间在 9.11-10.62 元，维持“优于大市”评级。

表5 A 股市场可比地产股（股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价）

公司	收盘价 (人民币元每股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021E
金科股份	7.09	1.32	1.58	1.85	5.37	4.49	3.83	0.24
新城控股	47.57	6.76	8.12	9.50	7.04	5.86	5.01	0.32
中南建设	7.18	1.86	2.37	2.80	3.86	3.03	2.56	0.13
平均					5.42	4.46	3.80	0.23
阳光城	6.26	1.26	1.52	1.81	4.98	4.14	3.47	0.21

资料来源：Wind 数据，阳光城 EPS 为海通预测数据，其余 EPS 为 Wind 一致预期，海通证券研究所

备注：浦东金桥缺失一致预期，故更换金科股份作为可比公司。PEG=2021 年 PE/(2020-2022 年 EPS 复合增速*100)

风险提示：销售不及预期；结算毛利率不及预期；负债下降不及预期；政策调控风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	82171	102623	124040	138816
每股收益	1.26	1.52	1.81	2.10	营业成本	65690	82209	99375	109596
每股净资产	7.41	8.67	10.12	11.79	毛利率%	20.1%	19.9%	19.9%	21.0%
每股经营现金流	5.16	3.08	3.31	3.82	营业税金及附加	3703	4625	5590	6256
每股股利	0.00	0.46	0.55	0.63	营业税金率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
价值评估 (倍)					营业费用	2402	3079	3969	4442
P/E	4.98	4.14	3.47	2.99	营业费用率%	2.9%	3.0%	3.2%	3.2%
P/B	0.85	0.72	0.62	0.53	管理费用	1978	2463	3039	3378
P/S	0.32	0.25	0.21	0.19	管理费用率%	2.4%	2.4%	2.5%	2.4%
EV/EBITDA	9.30	8.45	7.87	6.94	EBIT	8331	10164	11965	15031
股息率%	0.0%	7.3%	8.7%	10.1%	财务费用	840	903	1021	1171
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
毛利率	20.1%	19.9%	19.9%	21.0%	资产减值损失	-795	-800	-820	-850
净利润率	6.4%	6.1%	6.0%	6.3%	投资收益	2391	2447	2729	1805
净资产收益率	17.0%	17.5%	17.9%	17.8%	营业利润	9149	10948	13006	15021
资产回报率	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	营业外收支	-329	-345	-360	-365
投资回报率	3.2%	3.6%	3.9%	4.4%	利润总额	8820	10603	12646	14656
盈利增长 (%)					EBITDA	8534	10313	12122	15197
营业收入增长率	34.6%	24.9%	20.9%	11.9%	所得税	3329	3947	4729	5472
EBIT 增长率	10.3%	22.0%	17.7%	25.6%	有效所得税率%	37.7%	37.2%	37.4%	37.3%
净利润增长率	29.9%	20.4%	19.2%	15.9%	少数股东损益	271	374	427	502
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	5220	6283	7491	8682
资产负债率	83.2%	84.6%	85.5%	85.6%					
流动比率	1.38	1.29	1.23	1.20	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.47	0.43	0.40	0.40	货币资金	49805	51000	54000	58000
现金比率	0.23	0.19	0.16	0.16	应收账款及应收票据	1505	2017	2355	2682
经营效率指标					存货	187118	222979	258648	279245
应收帐款周转天数	6.00	6.49	6.25	6.37	其它流动资产	63060	77544	93328	104527
存货周转天数	1040	990.00	950.00	930.00	流动资产合计	301488	353540	408331	444454
总资产周转率	0.23	0.24	0.25	0.25	长期股权投资	30114	45114	60114	77114
固定资产周转率	19.25	23.02	26.45	27.96	固定资产	4269	4458	4690	4964
					在建工程	32	47	67	97
					无形资产	976	967	958	947
					非流动资产合计	50814	67010	83253	101546
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	352302	420550	491584	546000
净利润	5220	6283	7491	8682	短期借款	3713	5454	7950	12627
少数股东损益	271	374	427	502	应付票据及应付账款	30884	38415	46413	51195
非现金支出	1154	949	977	1017	预收账款	36	41	50	56
非经营收益	-1177	2561	2830	4527	其它流动负债	183409	230318	277062	306478
营运资金变动	15885	2595	1960	1082	流动负债合计	218043	274228	331474	370356
经营活动现金流	21354	12763	13685	15809	长期借款	53228	58228	64028	70428
资产	-71	-688	-758	-823	其它长期负债	21774	23280	24800	26520
投资	-16424	-17000	-17000	-19000	非流动负债合计	75002	81508	88828	96948
其他	-1227	2477	2769	1855	负债总计	293045	355736	420302	467304
投资活动现金流	-17721	-15211	-14989	-17968	实收资本	4137	4140	4140	4140
债权募资	79296	6741	8295	14077	归属于母公司所有者权益	30693	35876	41917	48829
股权募资	12232	4	0	0	少数股东权益	28564	28938	29365	29866
其他	-90905	-3101	-3991	-7919	负债和所有者权益合计	352302	420550	491584	546000
融资活动现金流	623	3644	4304	6159					
现金净流量	3824	1195	3000	4000					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 22 日

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
金晶 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： 城建发展,光大嘉宝,浦东金桥,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,中国恒大,华润置地,恒大物业,保利物业,大悦城,中华企业,光明地产,金科股份,雅生活服务,融创服务,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,中骏集团控股,锦和商业,华发股份,金地集团,金融街,融创中国,龙湖集团,中国海外发展

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。