

# 基建成为重要支柱，负债大幅降低

华泰研究

2022年5月05日 | 中国内地

年报点评

房地产开发

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

5.06

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+86-21-38476038
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+86-21-28972218
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+86-21-28972087

## 2021和22Q1业绩同比下滑，维持“增持”评级

公司4月29日发布年报和一季报，2021年实现营收5448亿元，同比+19%，归母净利润62亿元，同比-59%，低于业绩快报(76亿元)；22Q1实现营收959亿元，同比-28%，归母净利润25亿元，同比-35%。考虑到公司业务可能受到行业下行、疫情反复和资金链压力的不利影响，我们下调预测营收和毛利率，上调资产减值损失，调整公司22-24年EPS至0.55、0.63、0.70元(22、23年前值1.34、1.50元)。可比公司22年平均PE为9.2倍(Wind一致预期)，我们认为公司22年合理PE为9.2倍，目标价5.06元(前值5.12元)，维持“增持”评级。

## 基建业务成为重要支柱，地产大额减值拖累业绩

2021年公司基建业务在并表广西建工的驱动下，营收同比+33%至3114亿元，新签合同金额同比+17%，同时毛利率同比+0.3pct至4.9%，成为公司发展的重要支柱。地产业务交付规模仍然较高，推动营收同比+5%至2050亿元，但受行业利润率下行影响，毛利率同比-5.5pct至20.9%。归母净利润出现较大下滑，除地产毛利率的影响外，主要因为行业下行导致资产减值和信用减值损失分别达到52、28亿元，此外少数股东损益占比同比+5.5pct至34.6%。2022年以来，地产下行趋势仍未缓解，而疫情反复又对基建和地产业务均造成不利影响，导致22Q1公司业绩同比继续下滑。

## 销售下行但回款改善，拿地进一步趋于审慎

受地产市场环境尤其是三四线城市下行的影响，公司21H2以来销售表现不佳，2021年销售金额同比-19%至2902亿元，22Q1继续同比-56%至308亿元。销售回款重要性提升，2021年、22Q1回款率分别达到96%、130%，处在历史较高位置。公司拿地在降负债和销售走弱共同影响下进一步趋于审慎，2021年拿地金额同比-56%至412亿元，金额口径权益比例同比-12pct至78%，拿地强度同比-12pct至14%，22Q1没有新增地块。截至2021年末，公司未开工土储建面0.31亿平，在建建面1.52亿平，土储仍然充裕。

## 有息负债大幅降低，结构进一步优化

在抓回款、控拿地的助力下，2021年公司经营活动现金流净额同比+39%至622亿元，为降杠杆提供重要支撑。2021年末公司有息负债同比-25%至2406亿元，推动净负债率达标。同时有息负债结构持续优化，银行贷款和债券分别占到74%、17%，房地产有息负债占比下降至65%。公司平均融资成本为5.70%，同比+6bp，基本保持稳定。

风险提示：疫情、资金链、房地产政策、房地产市场下行风险。

## 经营预测指标与估值

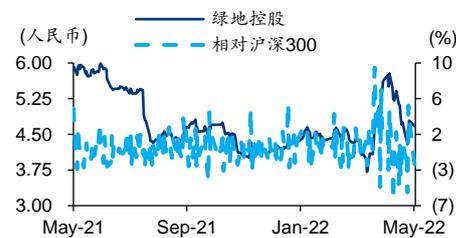
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	456,062	544,756	560,327	606,692	661,705
+/-%	6.54	19.45	2.86	8.27	9.07
归属母公司净利润(人民币百万)	14,998	6,179	7,040	8,054	8,980
+/-%	1.73	(58.80)	13.94	14.40	11.49
EPS(人民币，最新摊薄)	1.17	0.48	0.55	0.63	0.70
ROE(%)	13.61	5.76	6.16	6.58	6.84
PE(倍)	3.98	9.66	8.47	7.41	6.64
PB(倍)	0.70	0.66	0.62	0.57	0.52
EV EBITDA(倍)	8.62	9.70	8.18	7.18	6.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	5.06
收盘价(人民币 截至5月5日)	4.67
市值(人民币百万)	59,667
6个月平均日成交额(人民币百万)	324.56
52周价格范围(人民币)	3.71-5.99
BVPS(人民币)	7.25

## 股价走势图



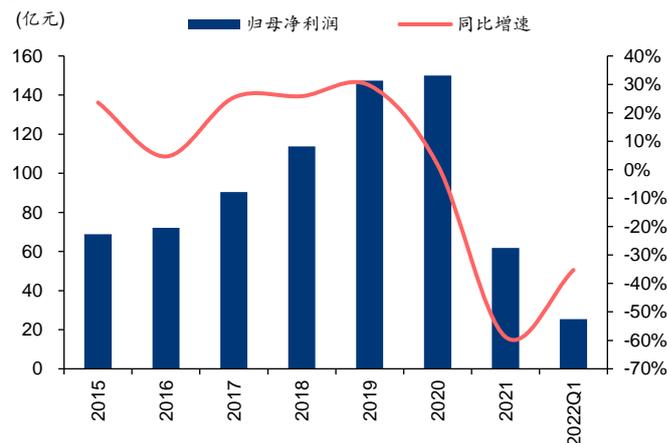
资料来源：Wind

图表1: 公司营收和同比增速



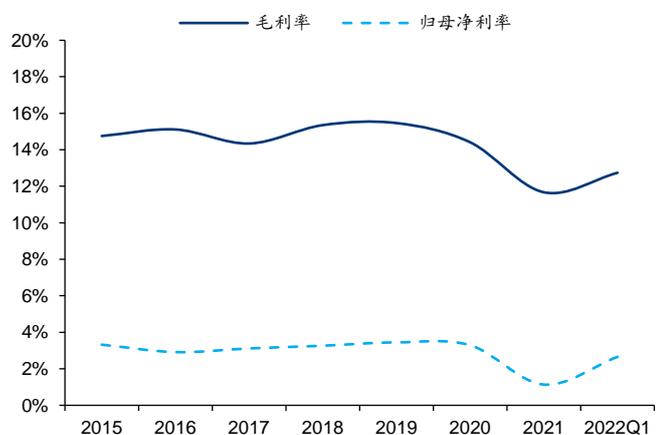
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润和同比增速



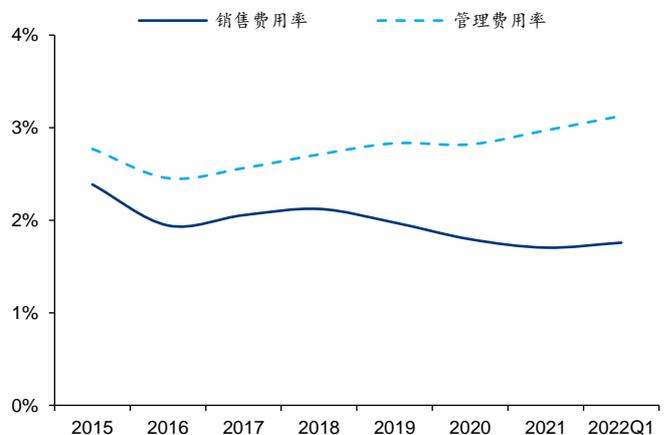
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 公司毛利率和归母净利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 公司销售和管理费用率 (不包含研发费用)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

由于房地产行业下行和疫情反复, 公司房地产业务结转节奏可能放缓, 此外资金链压力也可能给基建和多元业务造成负面影响, 因此我们下调公司预测营收。受房地产利润率下行和基建业务占比提升的影响, 我们下调公司预测毛利率。受房地产行业下行影响, 公司减值损失可能仍然较高, 我们上调资产减值损失。我们调整公司 21-23 年 EPS 至 0.55、0.63、0.70 元 (22、23 年前值 1.34、1.50 元)。

图表5: 关键假设对照表

	原预测		新预测		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营收 (百万元)	656,322	780,920	560,327	606,692	661,705
调整幅度			-15%	-22%	-
毛利率	12.44%	11.87%	11.24%	11.07%	10.97%
调整幅度			-1.20pct	-0.80pct	-
资产减值损失 (百万元)	3,547	3,618	4,763	4,854	4,963
调整幅度			34%	34%	-
归母净利润 (百万元)	17,124	19,106	7,040	8,054	8,980
调整幅度			-59%	-58%	-
EPS (元)	1.34	1.50	0.55	0.63	0.70

资料来源: 华泰研究预测

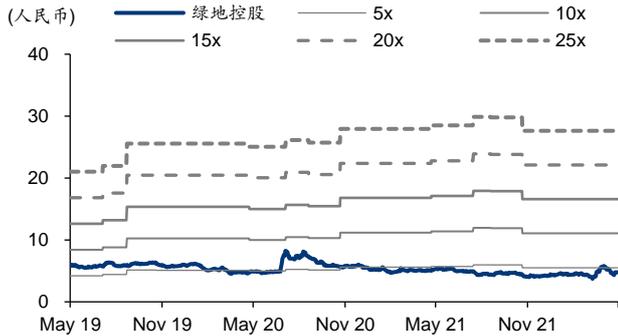
图表6: 可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000002 CH	万科 A	2,258.81	19.43	1.94	2.28	2.51	2.62	10.02	8.53	7.76	7.42
600048 CH	保利发展	2,099.59	17.54	2.29	2.43	2.61	2.85	7.66	7.21	6.72	6.16
001979 CH	招商蛇口	1,164.72	14.70	1.16	1.38	1.49	1.63	12.67	10.68	9.85	9.01
600266 CH	城建发展	95.90	4.25	0.17	0.41	0.46	0.61	25.00	10.48	9.24	7.02
	平均							13.84	9.22	8.39	7.40

注: 盈利预测来自Wind一致预期, 统计时间为2022年5月5日。

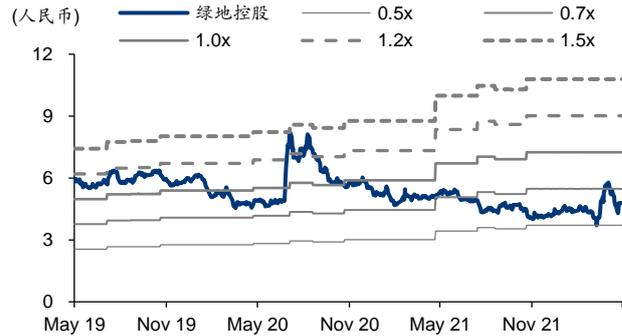
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表7: 绿地控股 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 绿地控股 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

### 风险提示

**疫情发展不确定性。**海外疫情蔓延、国内疫情反复、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性, 可能影响公司拿地、施工和销售。

**公司资金链可能面临一定压力。**1) 公司踩中“两道红线”, 可能受到融资管控影响; 2) 房地产行业销售若出现大幅下行, 可能影响公司销售回款率; 3) 公司基建和综合业务资金沉淀较大。

**行业政策风险。**宏观流动性的变化, 因城施策的调控政策, 土地、金融、财税、住房制度等相关领域政策存在不确定性。

**房地产行业销售存在下滑风险, 公司销售可能受到行业拖累。**若宏观流动性和调控政策未出现较大力度放松, 经历疫情后的供需集中释放后, 部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在下行风险, 可能拖累公司销售。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,226,474	1,290,530	1,266,686	1,343,716	1,413,507
现金	103,471	82,696	84,049	98,859	119,381
应收账款	100,784	117,058	107,010	135,599	129,009
其他应收账款	95,727	92,468	94,308	101,400	105,383
预付账款	33,091	18,807	18,548	21,898	22,215
存货	723,970	773,151	749,956	749,956	787,454
其他流动资产	169,432	206,350	212,815	236,004	250,064
<b>非流动资产</b>	170,863	178,568	193,849	212,826	233,217
长期投资	27,735	34,182	43,422	52,662	61,903
固定投资	53,818	49,274	48,680	51,504	55,502
无形资产	4,958	12,674	14,403	16,495	19,028
其他非流动资产	84,352	82,438	87,344	92,165	96,785
<b>资产总计</b>	1,397,336	1,469,098	1,460,535	1,556,543	1,646,724
<b>流动负债</b>	1,023,050	1,154,833	1,139,390	1,228,731	1,314,203
短期借款	31,874	24,445	24,896	24,445	24,445
应付账款	302,716	384,343	411,399	451,841	490,770
其他流动负债	688,461	746,045	703,095	752,445	798,988
<b>非流动负债</b>	219,012	150,382	146,502	140,861	131,848
长期借款	167,740	105,058	100,046	91,035	78,023
其他非流动负债	51,272	45,324	46,456	49,826	53,825
<b>负债合计</b>	1,242,062	1,305,215	1,285,893	1,369,592	1,446,051
少数股东权益	70,497	73,910	77,629	81,883	86,626
股本	12,168	12,777	12,777	12,777	12,777
资本公积	9,871	11,173	11,173	11,173	11,173
留存公积	64,498	66,761	75,368	85,215	96,193
归属母公司股东权益	84,776	89,972	97,013	105,067	114,047
<b>负债和股东权益</b>	1,397,336	1,469,098	1,460,535	1,556,543	1,646,724

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	44,720	62,233	77,955	41,627	52,040
净利润	21,136	9,443	10,759	12,309	13,723
折旧摊销	3,057	5,141	5,249	5,721	6,383
财务费用	4,473	7,081	7,117	6,750	6,758
投资损失	(4,773)	(4,111)	(4,111)	(4,111)	(4,111)
营运资金变动	17,548	39,118	62,532	25,999	34,519
其他经营现金	3,279	5,561	(3,591)	(5,040)	(5,233)
<b>投资活动现金</b>	(1,892)	3,552	(15,260)	(17,708)	(19,430)
资本支出	(9,001)	(6,806)	(9,220)	(11,261)	(12,512)
长期投资	(6,803)	(1,652)	(9,240)	(9,240)	(9,240)
其他投资现金	13,912	12,010	3,200	2,794	2,323
<b>筹资活动现金</b>	(34,918)	(90,292)	(61,794)	(8,658)	(12,088)
短期借款	2,189	(7,429)	451.61	(451.61)	0.00
长期借款	30,437	(62,682)	(5,012)	(9,012)	(13,012)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(248.03)	1,302	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(67,296)	(21,483)	(57,234)	804.85	923.86
现金净增加额	7,579	(24,627)	901.75	15,261	20,522

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	456,062	544,756	560,327	606,692	661,705
营业成本	390,071	480,743	497,339	539,525	589,132
营业税金及附加	11,665	9,365	9,633	10,430	11,375
营业费用	8,182	9,279	9,545	10,334	11,271
管理费用	11,674	14,439	14,851	16,080	17,538
财务费用	4,473	7,081	7,117	6,750	6,758
资产减值损失	(3,376)	(5,244)	(4,763)	(4,854)	(4,963)
公允价值变动收益	2,061	492.24	500.00	1,000	1,000
投资净收益	4,773	4,111	4,111	4,111	4,111
<b>营业利润</b>	31,636	19,320	17,945	20,092	22,018
营业外收入	921.33	926.21	903.69	917.07	915.66
营业外支出	1,868	2,314	2,038	2,073	2,141
<b>利润总额</b>	30,690	17,933	16,811	18,936	20,792
所得税	9,554	8,490	6,052	6,628	7,069
<b>净利润</b>	21,136	9,443	10,759	12,309	13,723
少数股东损益	6,138	3,264	3,719	4,254	4,743
归属母公司净利润	14,998	6,179	7,040	8,054	8,980
EBITDA	38,882	29,006	28,056	30,194	32,611
EPS (人民币, 基本)	1.17	0.48	0.55	0.63	0.70

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.54	19.45	2.86	8.27	9.07
营业利润	(0.08)	(38.93)	(7.12)	11.96	9.59
归属母公司净利润	1.73	(58.80)	13.94	14.40	11.49
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	14.47	11.75	11.24	11.07	10.97
净利率	4.63	1.73	1.92	2.03	2.07
ROE	13.61	5.76	6.16	6.58	6.84
ROIC	11.00	7.16	12.43	16.16	24.19
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	88.89	88.84	88.04	87.99	87.81
净负债比率 (%)	140.36	97.01	59.21	46.13	30.09
流动比率	1.20	1.12	1.11	1.09	1.08
速动比率	0.42	0.39	0.40	0.43	0.42
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.36	0.38	0.38	0.40	0.41
应收账款周转率	4.78	5.00	5.00	5.00	5.00
应付账款周转率	1.55	1.40	1.25	1.25	1.25
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.17	0.48	0.55	0.63	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	3.50	4.87	6.10	3.26	4.07
每股净资产(最新摊薄)	6.64	7.04	7.59	8.22	8.93
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	3.98	9.66	8.47	7.41	6.64
PB (倍)	0.70	0.66	0.62	0.57	0.52
EV EBITDA (倍)	8.62	9.70	8.18	7.18	6.00

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 陈慎、刘璐、林正衡, 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。

### 一般声明及披露

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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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, 华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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, 华泰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。华泰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。

华泰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, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰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(无论整份或部分)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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

### 美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本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报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限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

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 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/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****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

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司