

证券研究报告 / 公司点评报告

调控影响利润承压, 负债情况持续优化

买入

上次评级: 买入

事件: 公司发布 2021 年报, 报告期内实现营业收入 1123.1 亿元, 同比上涨 28.1%, 实现归母净利润 36.01 亿元, 同比下降 48.8%。

营收平稳增长, 调控影响利润承压。 2021 年实现营业收入 1123.1 亿元, 同比上涨 28.1%, 实现归母净利润 36.01 亿元, 同比下降 48.8%, 利润下滑的原因在于, 1) 行业调控影响, 结算毛利率同比下降 5.9pct 至 17.2%; 2) 存货等资产减值计提金额 21.6 亿元, 同比增长超 4 倍; 3) 联合营企业开发项目收益较 2020 年减少 5.09 亿元, 同比下降 39.1%。期内公司实现毛利率 17.2%, 同比下降 6pct; 实现归母净利率 3.2%, 同比下降 4.8pct, 利润率下滑幅度较大。费用率方面, 期内三费/营收为 7.5%, 同比下降 0.4pct, 销售费用/营收为 6.9%, 同比下降 0.6pct, 财务费用/营收为 0.6%, 同比上升 0.1pct。

销售规模有所下滑, 多元方式助力拿地。 期内公司实现销售金额 1840 亿元, 同比下降 17.6%, 录得销售回款 1853 亿元, 对应销售回款率为 100.7%; 实现销售面积 1966 万方, 同比下降 12.2%; 销售均价 9359 元/平, 同比下降 6.1%。拿地方面, 期内公司拿地面积 976 万方, 同比下降 58.7%, 其中新一线及二三线城市占比达到 87%, 通过“地产+商业”、“地产+产业”、收并购等多元方式拿地占比 56%; 拿地金额 376 亿元, 同比下降 57.8%; 楼面价 3852 元/平, 同比上升 2.1%, 楼面价/销售均价为 41.2%, 同比上升 3.3pct; 拿地金额/销售金额为 20.4%, 同比下降 19.6pct, 拿地力度有所减弱。期内公司新开工面积 1485 万方, 同比下降 49.9%, 完成全年计划的 51.2%; 竣工面积 2111 万方, 同比增长 5.8%, 完成全年计划的 81.2%。商业地产方面, 截至 2021 年末, 金科商业在管项目 80 个, 在管面积 307 万方, 已形成金科中心、金科爱琴海和金 WALK 未来生活中心三大成熟产品线, 全年营收、EBITDA 同比增速分别为 30%、32%; 产业地产方面, 截至期末, 已布局 22 个城市, 累计开发和管理园区 28 个, 总面积超 1300 万方, 战略合作伙伴超 3000 家, 入园企业年产值超过 2000 亿元, 建成并运营长沙科技新城、重庆两江健康科技城等标杆园区。

三道红线位居黄档, 有息负债结构持续优化。 三道红线方面, 公司资产负债率(扣除合同负债)为 69.2%, 同比下降 0.7pct; 净负债率为 69.5%, 同比下降 5.6pct; 现金短债覆盖比为 0.88, 同比下降 0.41, 三条红线位居黄档。截至期末, 有息负债余额同比减少 170.5 亿元至 806.1 亿元, 有息负债规模下降幅度较大; 有息负债结构方面, 银行、非银机构、公开市场融资余额占比分别为 52%、24.5%、23.5%, 分别同比下降 1.1pct、下降 4.1pct、上升 5.2pct, 结构持续优化。2021 年, 公司于公开市场债务融资 10 次(包括公司债、超短融、美元债、ABS、CMBS), 总融资规模 118 亿元; 今年 2 月, 公司成功发行 15 亿元公司债, 票面利率 8%, 期限 4 年, 融资渠道保持畅通。

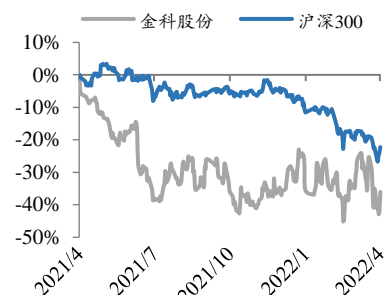
投资建议: 维持公司买入评级, 考虑到行业调控影响下结转毛利率下降, 预计公司 2022-24 年归母净利润增速分别为 10.1%/7.7%/6.0%, 对应 EPS 分别为 0.74/0.80/0.85 元, 对应 PE6.01/5.58/5.26 倍, 考虑到融资渠道畅通、融资成本较低, 取 22 年 10 倍 PE 估值, 目标价 7.43 元。

风险提示: 行业销售景气度下滑超预期; 政策调控放松不及预期

股票数据 2022/04/29

6 个月目标价(元)	7.43
收盘价(元)	4.46
12 月股价区间(元)	3.57-5.59
总市值(百万元)	23,815
总股本(百万股)	5,339.72
A 股(百万股)	5,339.72
B 股/H 股(百万股)	-/-
日均成交量(百万股)	84.41

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1.76%	-0.89%	-36.01%
相对收益	1.09%	11.11%	-13.78%

相关报告

《上海发文优化住宅小区综合治理体制, 四家物企发布中期业绩公告》

--20210815

《北京发文明确住宅维修责任, 阳光城与万物云达成换股协议》

--20210810

《北京发布物业服务清单与计价规则, 七家公司发布盈喜公告》

--20210801

证券分析师: 吴胤翔

执业证书编号: S0550522030003

18117166023 wuyx@nesc.com

财务摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	87,704.41	112,309.67	123,877.57	133,663.90	140,881.75
(+/-)%	29.41%	28.05%	10.30%	7.90%	5.40%
归属母公司净利润	7,030.02	3,600.57	3,964.96	4,271.25	4,528.96
(+/-)%	23.86%	-48.78%	10.12%	7.72%	6.03%
每股收益(元)	1.32	0.67	0.74	0.80	0.85
市盈率	5.39	6.64	6.01	5.58	5.26
市净率	1.03	0.61	0.57	0.53	0.49
净资产收益率	19.04%	9.25%	9.48%	9.49%	9.37%
股息收益率	11.68%	3.59%	4.37%	4.70%	4.99%
总股本(百万股)	5,339.72	5,339.72	5,339.72	5,339.72	5,339.72

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	28,908	5,154	9,253	4,328
金融资产及短期投资	-	-	-	-
应收款项合计	41,839	46,549	50,054	52,832
存货	228,115	315,808	310,514	342,002
其他流动资产	9,941	9,934	9,926	9,916
流动资产	319,072	389,902	393,069	423,150
固定资产净值	3,213	3,609	2,394	646
债权投资	180	180	180	180
长期股权投资	25,737	25,727	25,717	25,707
商誉	421	421	421	421
投资性房地产	15,194	15,194	15,194	15,194
其他非流动资产	227	227	227	227
非流动资产	52,290	52,611	51,423	49,717
资产总计	371,362	442,513	444,493	472,868
短期借款	4,714	4,714	4,714	4,714
应付款项合计	36,402	46,327	48,159	51,261
金融负债	0	0	0	0
应交税金	4,421	6,425	6,389	6,529
其他流动负债	8,457	8,467	8,477	8,487
流动负债	241,393	312,062	311,349	335,814
长期借款	41,435	37,669	35,786	34,844
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债	52,237	48,471	46,587	45,646
总负债	293,630	360,533	357,937	381,460
普通股股东权益	38,918	41,844	44,996	48,338
少数股东权益	38,815	40,136	41,560	43,070
负债和股东权益总计	371,362	442,513	444,493	472,868

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	112,310	123,878	133,664	140,882
营业成本	103,243	117,795	127,095	133,840
毛利	19,340	17,467	19,114	20,428
其他收入	238	371	433	393
营销费用	4,560	4,960	5,389	5,660
行政管理费用	3,160	3,872	3,969	4,293
研发费用	102	118	125	133
其他费用	-	-	-	-
财务费用	670	68	186	166
权益性投资损益	1,265	372	401	423
其他非经营性损益	2,625	658	379	267
除税前利润	8,579	6,780	7,251	7,726
所得税	1,890	1,494	1,556	1,688
净利润	6,688	5,287	5,695	6,039
归属普通股股东净利润	3,601	3,965	4,271	4,529
少数股东权益	3,088	1,322	1,424	1,510

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,601	3,965	4,271	4,529
折旧摊销	2,590	-229	-493	-582
营运资金变动	-2,262	-314	-188	-179
其他非现金调整	7,188	-23,914	219	-10,542
经营活动净现金流量	14,204	-19,171	5,233	-5,264
资本开支	-398	-267	1,510	2,116
投资	-2,308	10	10	10
其他	912	692	561	555
投资活动净现金流量	-1,794	435	2,082	2,681
筹资活动净现金流量	-27,299	-5,019	-3,216	-2,342
现金及现金等价物净增加额	-15,062	-23,754	4,099	-4,925
现金及现金等价物期初余额	42,708	28,908	5,154	9,253
现金及现金等价物期末余额	27,645	5,154	9,253	4,328

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.67	0.74	0.80	0.85
每股净资产 (元)	7.29	7.84	8.43	9.05
每股经营性现金流量 (元)	2.66	-3.59	0.98	-0.99
成长性指标				
营业收入增长率	28.05%	10.30%	7.90%	5.40%
净利润增长率	-48.78%	10.12%	7.72%	6.03%
盈利能力指标				
毛利率	17.22%	14.10%	14.30%	14.50%
净利润率	3.21%	3.20%	3.20%	3.21%
运营效率指标				
应收账款周转天数	9.51	10.22	9.98	10.06
存货周转率天数	895.58	1083.25	989.42	1036.34
偿债能力指标				
资产负债率	79.07%	81.47%	80.53%	80.67%
流动比率	1.32	1.25	1.26	1.26
速动比率	0.33	0.20	0.22	0.20
费用率指标				
销售费用率	4.06%	4.00%	4.03%	4.02%
管理费用率	2.81%	3.13%	2.97%	3.05%
财务费用率	0.60%	0.05%	0.14%	0.12%
分红指标				
分红比例	26.23%	26.23%	26.23%	26.23%
股息收益率	3.59%	4.37%	4.70%	4.99%
估值指标				
P/E (倍)	6.64	6.01	5.58	5.26
P/B (倍)	0.61	0.57	0.53	0.49
P/S (倍)	0.21	0.19	0.18	0.17
净资产收益率	9.25%	9.48%	9.49%	9.37%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

吴胤翔，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组组长、证券分析师。2019年加入东北证券研究所。

李亦桐，美国宾夕法尼亚大学景观建筑学与区域规划硕士，哈尔滨工业大学本科，现任东北证券房地产组研究人员。2021年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17863705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengl@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	13612914135	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn