

投资评级 优于大市 维持

利润率、存货减值影响当期增速

股票数据

05月05日收盘价(元)	4.52
52周股价波动(元)	3.57-6.63
总股本/流通A股(百万股)	5340/5311
总市值/流通市值(百万元)	24136/24007

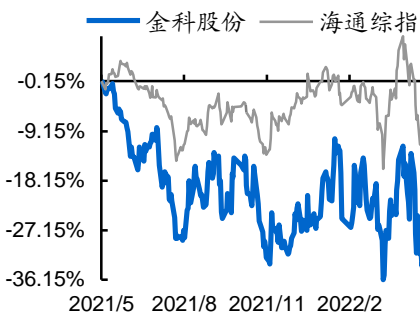
相关研究

《控负债调结构，稳健拿地持续发展》
2021.09.03

《经营业绩稳健增长，归母净利同增23.9%》
2021.04.09

《五年规划全盘考量，多管齐下拾级而上》
2020.12.16

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.1	-2.8	0.4
相对涨幅(%)	-5.8	8.0	12.6

资料来源：海通证券研究所

投资要点:

- 公司2021年年报情况。**2021年，公司实现营业收入1123.10亿元，同比增长28.05%；实现净利润66.88亿元，同比下滑31.08%，其中归属于上市公司股东的净利润36.01亿元，同比下滑48.78%。
- 公司2021年业绩下滑的主要原因为：**1)受拿地成本上升影响，2021年结算毛利率由上年的23.16%下滑至17.22%，同比下降5.94个百分点，导致毛利润下降9.74亿元；2)受房地产调控及现金流影响，在审慎评估项目所在市场变化后，公司对存在预期减值的存货等资产计提减值准备，计提金额21.62亿元，同比增长427%；3)受联营、合营企业所开发房地产项目收益减少影响，投资收益较上年减少5.09亿元，同比下降39.06%。
- 有序降低负债，保障企业经营安全。**2021年，公司在保障现金流安全前提下，大幅压降有息负债规模，由上年末的976.64亿元下降至806.10亿元。2021年，公司资产负债率降为79.07%，同比降低1.65个百分点；净负债率为69.51%，同比降低5.56个百分点，扣除合同负债后的资产负债率为69.17%，同比降低0.68个百分点。2021年，公司及所投资的公司期末在建项目约400个，全年新开工面积约1485万平方米，2021年末在建面积约6096万平方米，竣工面积约2111万平方米，2021年交付住宅面积约2175万平方米，房屋套数约14.16万套。
- 土地储备与销售水平保持均衡。**2021年，公司实现销售金额约1840亿元，同比下降17.56%；2021年，公司土地购置合同金额为376亿元，计容建筑面积976万平方米，投资销售比控制在40%以内。
- 公司2022年1季报情况。**公司实现营业收入126.72亿元，较上年同期基本持平；净利润为-2.60亿元，同比下降138%，其中归属于上市公司股东的净利润为-2.94亿元，同比下降164%。我们认为公司一季度业绩亏损与当期结算规模不均衡，同时联营合营企业同比净利润下降有关。
- 维持“优于大市”评级。**考虑公司债务水平整体可控，且2021年年报对整体利润率风险计提相对充分，我们维持公司“优于大市”评级水平，预测公司2022、2023年EPS分别为0.71、0.75元，给予公司2022年6-7XPE，合理价值区间为4.24-4.95元。
- 风险提示：**1)公司销售增长不达预期风险；2)房价出现较大幅度下行；3)股东变动。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	87704	112310	115403	118801	121813
(+/-)YoY(%)	29.4%	28.1%	2.8%	2.9%	2.5%
净利润(百万元)	7030	3601	3776	3999	4290
(+/-)YoY(%)	23.9%	-48.8%	4.9%	5.9%	7.3%
全面摊薄EPS(元)	1.32	0.67	0.71	0.75	0.80
毛利率(%)	23.2%	17.2%	16.8%	17.4%	17.7%
净资产收益率(%)	19.0%	9.3%	9.3%	9.6%	10.1%

资料来源：公司年报(2020-2021)，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:tlil5535@htsec.com

证书:S0850510120001

事件:

公司公告 2021 年年报和 2022 年 1 季报情况。

点评:
1、公司 2021 年年报情况
结算利润率下降，当期增收不增利

2021 年，公司实现营业收入 1123.10 亿元，同比增长 28.05%；结算面积 1200.96 万平方米，同比增长 18.34%；结算业绩阶段性承压，实现净利润 66.88 亿元，同比下滑 31.08%，其中归属于上市公司股东的净利润 36.01 亿元，同比下滑 48.78%。

公司业绩下滑的主要原因为：一是主要受拿地成本上升影响，2021 年结算毛利率由上年的 23.16% 下滑至 17.22%，同比下降 5.94 个百分点，导致毛利润下降 9.74 亿元；二是受房地产调控及现金流影响，公司按谨慎原则，在审慎评估项目所在市场变化后，对存在预期减值的存货等资产计提减值准备，计提金额 21.62 亿元，同比增长 427%；三是受联营、合营企业所开发房地产项目收益减少影响，投资收益较上年减少 5.09 亿元，同比下降 39.06%。

表1 公司利润表情况

单位: 百万元	2020	2021	YOY%	海通分析
一、营业总收入	87704.41	112309.67	28.05%	
二、营业总成本	77926.84	105472.23	35.35%	
营业成本	67390.21	92969.93	37.96%	
营业税金及附加	2993.19	1781.64	-40.48%	
销售费用	3461.79	4559.92	31.72%	
管理费用	3014.79	3159.60	4.80%	
财务费用	481.15	670.41	39.33%	
资产减值损失	-410.31	-2162.31	426.99%	
投资净收益	1620.32	1264.62	-21.95%	
三、营业利润	12230.96	8736.11	-28.57%	
加: 营业外收入	142.44	267.15	87.56%	
减: 营业外支出	194.41	424.67	118.44%	
四、利润总额	12178.99	8578.59	-29.56%	
减: 所得税	2474.63	1890.30	-23.61%	
五、净利润	9704.36	6688.29	-31.08%	
减: 少数股东损益	2674.34	3087.72	15.46%	
归属母公司净利润	7030.02	3600.57	-48.78%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	1.30	0.61	-53.08%	

资料来源: 公司 2020-2021 年年报、Wind, 海通证券研究所

有序降低负债，保障企业经营安全

2021 年，公司在保障现金流安全的前提下，大幅压降有息负债规模，由上年末的 976.64 亿元下降至 806.10 亿元，同比压降规模约 170 亿元，较 2020 年 6 月末最高峰值压降规模近 300 亿元。有息负债结构持续优化：2021 年，公司始终致力于打造优质的平台，加强资金保障、优化负债结构；公司银行融资余额为 419.39 亿元，占比 52.03%；非银行金融机构融资余额降至 197.13 亿元，占比降至 24.45%；公开市场融资余额为 189.58 亿元，占比提升至 23.52%。确保现金流安全：2021 年，公司为确保现金流安全，开展体系化的现金流管理工作，一是抢抓销售回款，提高经营性现金回款质量，实现销售回款 1853 亿元，回款率达到 101%，创历史新高；二是通过动态调整生产经营节奏等方式实现全年经营性现金

流量净额 142 亿元，连续四年为正；三是处置风力发电资产收到股权处置款 12.5 亿元，通过金科服务引进战略投资者贡献现金超 40 亿元。

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

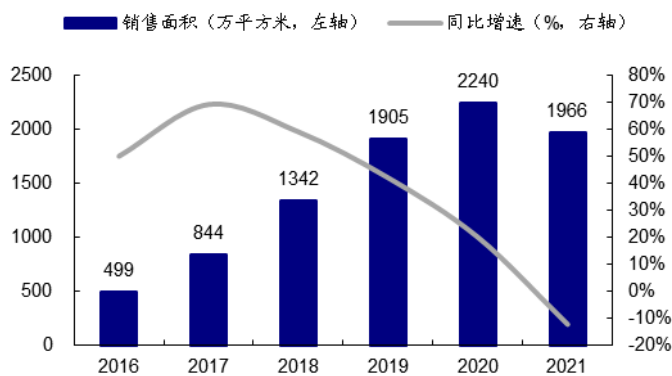
(%)	2020	2021	Ppt	海通分析
毛利率	23.16	17.22	-5.94	
净利率	11.06	5.96	-5.11	
资产负债率	80.72	79.07	-1.65	
三项费用占收入比	8.04	7.56	-0.48	
ROE (摊薄)	21.87	9.50	-12.37	
(百万元)	2020	2021	YOY%	海通分析
总资产	381157.98	371361.86	-2.57%	
归母净资产	73498.33	77732.26	5.76%	
货币现金	43492.26	28908.13	-33.53%	
预收账款及合同负债	134633.09	124649.51	-7.42%	
一年内到期的非流动负债	23191.17	27963.24	20.58%	
经营活动现金流净额	14507.91	14204.06	-2.09%	

资料来源：公司 2020-2021 年年报，wind，海通证券研究所

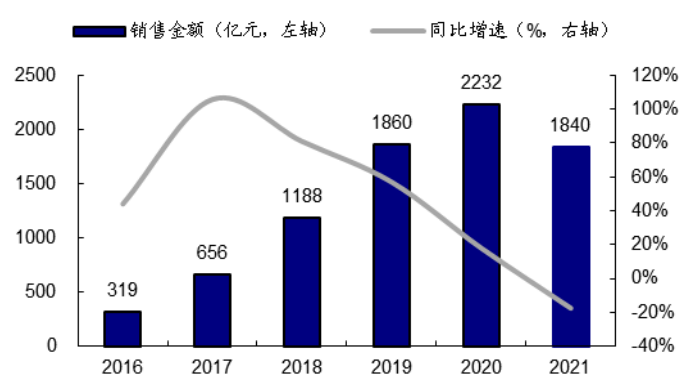
2021 年，公司资产负债结构持续优化，其中资产负债率降为 79.07%，同比降低 1.65 个百分点；净负债率为 69.51%，同比降低 5.56 个百分点，扣除合同负债后的资产负债率为 69.17%，同比降低 0.68 个百分点。

土地储备与销售水平保持均衡

2021 年，公司坚持去库存、调结构、降分销、抓回款，系统提升销售力。公司及所投资的公司实现销售金额约 1840 亿元，同比下降 17.56%，连续 3 年位列行业前二十位；房地产销售面积约 1966 万平方米，同比下降 12.23%，连续 4 年位列行业前十位；2021 年，公司在华东、重庆、西南（不含重庆）、华中、华南地区销售金额占比分别达到 40.73%、19.84%、12.66%、11.69%、8.08%，区域布局日趋合理。

图 1 金科各年销售面积


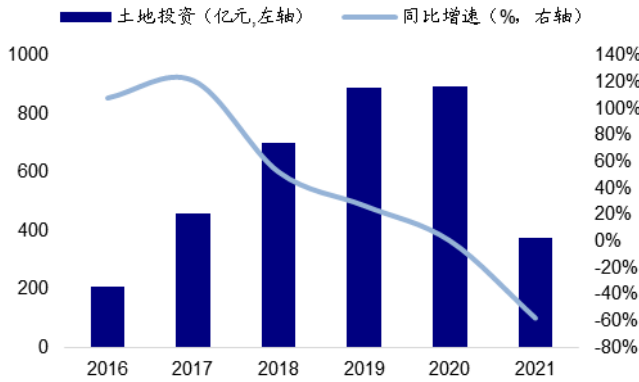
资料来源：公司 2016-2021 年年报，海通证券研究所

图 2 金科各年销售金额


资料来源：公司 2016-2021 年年报，海通证券研究所

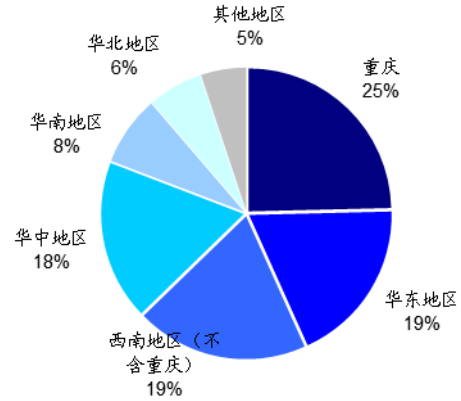
2021 年，公司及所投资的公司期末在建项目约 400 个，全年新开工面积约 1485 万平方米，2021 年末在建面积约 6096 万平方米，竣工面积约 2111 万平方米，2021 年交付住宅面积约 2175 万平方米，房屋套数约 14.16 万套；业主满意度 88.44%，处于行业领先地位。

图 3 金科各年土地投资额



资料来源：公司 2016-2021 年年报，海通证券研究所

图 4 截止 2021 年 12 月 31 日，可售资源面积分布



资料来源：2021 年年报，海通证券研究所

2021 年，公司积极应对政府集中供地政策变化，坚持多元化拿地模式，获取优质土地资源，累计新增土地储备 47 宗，土地购置合同金额为 376 亿元，计容建筑面积 976 万平方米，投资销售比控制在 40% 以内，在保证现金流安全的前提下有效补充了优质土地资源；其中通过“地产+商业”、“地产+产业”、收并购等方式获取的土地计容建筑面积为 549 万平方米，占比 56%；新增土地储备按计容建筑面积计算二三线（含新一线）城市占比约 87%。

2、公司 2022 年 1 季报情况

2021 年 1 季度，公司实现营业收入 126.72 亿元，较上年同期基本持平；净利润为-2.60 亿元，同比下降 138%，其中归属于上市公司股东的净利润为-2.94 亿元，同比下降 164%。

表3 公司利润表情况

单位：百万元	1Q2021	1Q2022	YOY%	海通分析
一、营业总收入	12398.06	12671.76	2.21%	
二、营业总成本	11761.39	13102.67	11.40%	
营业成本	9914.67	11316.87	14.14%	
营业税金及附加	418.75	292.88	-30.06%	系项目结转利润降低对应的土增税降低所致
销售费用	569.31	649.52	14.09%	
管理费用	595.95	557.62	-6.43%	
财务费用	257.18	290.10	12.80%	
资产减值损失	1.05	0.83	-20.99%	
投资净收益	172.90	87.50	-49.39%	主要系联营合营企业同比净利润下降所致
三、营业利润	846.59	-314.43	-137.14%	
加：营业外收入	38.46	80.54	109.43%	
减：营业外支出	25.62	27.59	7.67%	
四、利润总额	859.42	-261.48	-130.42%	
减：所得税	177.11	-0.99	-100.56%	
五、净利润	682.31	-260.49	-138.18%	
减：少数股东损益	223.62	33.06	-85.21%	
归属母公司净利润	458.68	-293.55	-164.00%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.07	-0.07	-200.00%	

资料来源：公司 2020 季报，2021 年 1 季报，Wind，海通证券研究所

2022 年 1 季度，公司及所投资的公司实现销售金额约 211 亿元，同比下降约 57%。

表4 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1Q2021	1Q2022	Ppt	2021	海通分析
毛利率	20.03	10.69	-9.34	17.22	
净利率	5.50	-2.06	-7.56	5.96	
资产负债率	81.13	78.83	-2.29	79.07	
有息负债率	44.12	44.84	0.72	45.50	
三项费用占收入比	11.59	11.82	0.22	7.56	
全面摊薄净资产收益率	1.24	-0.35	-1.59	9.50	

(百万元)	1Q2021	1Q2022	Ppt	2021	海通分析
总资产	388336.30	351218.77	-9.56%	371361.86	
净资产	73295.21	74337.96	1.42%	77732.26	
货币现金	38143.24	21881.64	-42.63%	28908.13	
合同负债	143720.85	119407.17	-16.92%	124649.51	
一年内到期的非流动负债	23860.76	23702.12	-0.66%	27,963.24	
经营活动现金流净额	-2336.74	2483.58	-206.28%	14204.06	

资料来源：公司 2021 年年报、2022 年 1 季报、2021 年 1 季报，海通证券研究所

投资建议：维持“优于大市”评级

2021 年，金科股份受利润率下行等因素影响，当期增速下行。我们认为公司一季度业绩亏损与当期结算规模不均衡，同时联营合营企业同比净利润下降有关。

考虑公司债务水平整体可控，且 2021 年年报对整体利润率风险计提相对充分，我们维持公司“优于大市”评级水平，预测公司 2022、2023 年 EPS 分别为 0.71、0.75 元，给予公司 2022 年 6-7XPE，合理价值区间为 4.24-4.95 元。

表5 A 股市场可比地产股（股价为 2022 年 5 月 5 日收盘价）

公司	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG 2022
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
万科 A	19.43	2.28	2.51	2.63	8.52	7.74	7.39	1.15
新城控股	26.68	5.75	6.05	6.45	4.64	4.41	4.14	0.78
金地集团	7.98	1.12	1.35	1.60	7.13	5.91	4.99	0.36
平均					6.76	6.02	5.50	0.77
金科股份	4.52	0.71	0.75	0.80	6.39	6.03	5.63	0.97

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

注：与上期相比我们剔除了阳光城，主要原因是暂无一致预期；同时增加了新城控股，主要原因是公司属于和业务结构具备一定可比性；PEG 的 G 按照预测的 2022-2024 年净利润年化复合增速计算。

风险提示： 1) 公司销售增长不达预期风险；2) 房价出现较大幅度下行；3) 股东变动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	112310	115403	118801	121813
每股收益	0.67	0.71	0.75	0.80	营业成本	92970	96005	98086	100285
每股净资产	7.29	7.58	7.81	7.96	毛利率%	17.2%	16.8%	17.4%	17.7%
每股经营现金流	2.66	1.76	3.98	3.31	营业税金及附加	1782	3924	4277	3776
每股股利	0.45	0.52	0.59	0.71	营业税金率%	1.6%	3.4%	3.6%	3.1%
价值评估 (倍)					营业费用	4560	4674	4811	4933
P/E	6.70	6.39	6.04	5.63	营业费用率%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
P/B	0.62	0.60	0.58	0.57	管理费用	3160	4039	3886	4324
P/S	0.21	0.21	0.20	0.20	管理费用率%	2.8%	3.5%	3.3%	3.6%
EV/EBITDA	7.63	12.56	11.05	10.84	EBIT	9737	6680	7657	8409
股息率%	10.0%	11.4%	13.2%	15.8%	财务费用	670	475	543	587
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%
毛利率	17.2%	16.8%	17.4%	17.7%	资产减值损失	-2162	-550	-400	-300
净利润率	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	投资收益	1265	1731	1188	244
净资产收益率	9.3%	9.3%	9.6%	10.1%	营业利润	8736	8229	8623	8334
资产回报率	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	营业外收支	-158	-10	-20	20
投资回报率	4.8%	3.1%	3.5%	3.6%	利润总额	8579	8219	8603	8354
盈利增长 (%)					EBITDA	10098	6971	7959	8722
营业收入增长率	28.1%	2.8%	2.9%	2.5%	所得税	1890	1710	1825	1754
EBIT 增长率	-9.4%	-31.4%	14.6%	9.8%	有效所得税率%	22.0%	20.8%	21.2%	21.0%
净利润增长率	-48.8%	4.9%	5.9%	7.3%	少数股东损益	3088	2734	2779	2310
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3601	3776	3999	4290
资产负债率	79.1%	82.4%	82.0%	81.8%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	1.32	1.21	1.19	1.16	货币资金	28908	23000	23500	24000
速动比率	0.33	0.25	0.27	0.30	应收账款及应收票据	3045	3921	4036	4138
现金比率	0.12	0.07	0.07	0.07	存货	228115	302483	290227	274753
经营效率指标					其它流动资产	59004	68173	75844	85920
应收帐款周转天数	9.51	12.00	12.00	12.00	流动资产合计	319072	397576	393607	388811
存货周转天数	895.58	1150	1080	1000	长期股权投资	25737	37737	50737	64737
总资产周转率	0.30	0.25	0.25	0.25	固定资产	3213	3942	4863	5878
固定资产周转率	34.95	29.28	24.43	20.72	在建工程	37	67	97	127
					无形资产	195	202	208	214
					非流动资产合计	52290	67988	84439	101542
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	371362	465564	478046	490353
净利润	3601	3776	3999	4290	短期借款	4714	5131	1314	3074
少数股东损益	3088	2734	2779	2310	应付票据及应付账款	35611	50501	52940	57698
非现金支出	2590	841	702	612	预收账款	52	12	12	12
非经营收益	-2262	976	1732	3029	其它流动负债	201015	271645	276792	274177
营运资金变动	7188	1067	12054	7440	流动负债合计	241393	327288	331057	334961
经营活动现金流	14204	9394	21266	17681	长期借款	41435	43435	45935	48935
资产	-398	-1057	-1267	-1327	其它长期负债	10802	12802	15002	17302
投资	-2308	-14900	-15460	-16020	非流动负债合计	52237	56237	60937	66237
其他	912	2198	1555	411	负债总计	293630	383525	391994	401198
投资活动现金流	-1794	-13759	-15172	-16937	实收资本	5340	5340	5340	5340
债权募资	55642	2417	-1317	7060	归属于母公司所有者权益	38918	40490	41725	42518
股权募资	2074	0	0	0	少数股东权益	38815	41549	44328	46637
其他	-85015	-3959	-4277	-7304	负债和所有者权益合计	371362	465564	478046	490353
融资活动现金流	-27299	-1543	-5593	-244					
现金净流量	-15062	-5908	500	500					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 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： 光大嘉宝,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,金科股份,建发股份,卓越商企服务,雅生活服务,融创服务,保利发展,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,锦和商业,华发股份,金地集团,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,东方雨虹,张江高科,佳兆业美好,世茂集团

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。