

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

多元业务协同并进，三年计划降档有望

事件: 公司发布 2020 年度报告, 报告期内实现营业收入 4560.6 亿元, 同比上涨 6.5%, 实现归母净利润 150.0 亿元, 同比上涨 1.7%。

地产业务增长平稳, 毛利率下滑幅度较小。 期内地产业务录得结转收入 1947.8 亿元, 同比+0.24%; 基建业务营收为 2334.4 亿元, 同比+23.9%。本期归母净利润增速不及营收增速, 主要系投资收益较上期减少 40.91 亿元(去年同期取得相关公司控制权产生投资收益 21.07 亿元及出售五里桥项目获得投资收益 27.15 亿元)。利润率方面, 期内公司实现毛利率 14.4%, 同比-1.1pct, 其中房地产业务毛利率为 26.4%, 同比-1.19pct; 实现归母净利率 3.3%, 同比+1.7pct。截至期末录得合同负债 4215 亿元, 同比+10.6%, 覆盖 2020 年营收 92.5%。费用率方面, 期内三费/营收为 5.3%, 同比-0.5pct, 销管费用/营收为 4.4%, 同比-0.2pct, 财务费用/营收为 1.0%, 同比-0.3pct。

投资聚焦高能级, 多业务协同发展。 房地产业务方面, 期内公司实现销售金额 3584 亿元, 同比-7.6%, 住宅占比 76%, 商办占比 24%, 并录得 3089 亿元的销售回款, 对应回款率为 86%; 实现销售面积 2909 万方, 同比-10.7%; 实现销售均价 12320 元/平, 同比+3.4%。拿地方面, 期内公司获取项目 90 个, 权益拿地面积 2680 万方, 同比-23.6%; 权益拿地金额 838 亿元, 同比+0.8%; 拿地均价 3127 元/平, 同比+32.0%, 主要系新获项目向高能级城市聚集, 一二线城市货值占比提升至 70%, 楼面价/销售均价为 25.4%, 同比+5.5pct。期内公司新开工 3178 万方, 同比-24.32%, 竣工 2356 万方, 同比-5.84%。基建业务方面, 基建产业实现营收 2334 亿元, 同比+24%, 通过与房地产协同, 还承接了一批综合开发中的基础设施项目, 全年新签合同 6103 亿元, 同比+62%。其他业务方面, 商贸产业业务规模持续增长。国际贸易、零售等业态进一步放量, 全年营收 80 亿元, 同比+19%; 酒店旅游来看, 截至期末, 公司拥有营运酒店 45 家, 客房总数 12246 间, 其中自营酒店 30 家, 海外酒店 2 家。

三年降档计划下, 2021 年有望两线“转绿”。 期内公司融资成本为 5.64%, 同比+0.04pct, 截至期末公司录得有息负债 3132.4 亿元, 同比+6.8%。三道红线方面, 期内公司剔除预收款的资产负债率 84.1%, 净负债率 135%, 现金短债比 0.97, 维持“红档”。公司于 2021 年开启“三年三步走去杠杆”计划, 具体为通过降低有息负债规模、调整长短债结构、增加非受限货币资金等手段进行降档, 关于降档节奏, 公司表示力争在 2021 年达成两线“转绿”, 从 2021Q1 数据来看, 现金短债比已经达标, 三道红线优化至橙档。

投资建议: 首次覆盖给予公司买入评级, 预计公司 2021-23 年 EPS 分别为 1.53/1.78/2.01 元, 对应 PE 为 3.70/3.18/2.83 倍。

风险提示: 疫情反复存在不确定性; 业绩预测和估值判断不达预期。

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	428,072	456,058	550,006	650,107	736,572
(+/-)%	22.75%	6.54%	20.60%	18.20%	13.30%
归属母公司净利润	14,743	14,998	18,668	21,699	24,419
(+/-)%	29.61%	1.73%	24.47%	16.24%	12.53%
每股收益(元)	1.21	1.23	1.53	1.78	2.01
市盈率	5.74	4.73	3.70	3.18	2.83
市净率	1.07	0.84	0.76	0.70	0.65
净资产收益率(%)	18.69%	17.69%	20.53%	22.12%	23.00%
股息收益率(%)	8.55%	14.64%	18.26%	21.22%	23.88%
总股本(百万股)	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168

股票数据	2021/04/30
6 个月目标价(元)	7.98
收盘价(元)	5.67
12 个月股价区间(元)	5.15~9.45
总市值(百万元)	68,993.44
总股本(百万股)	12,168
A 股(百万股)	12,168
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	36

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	5%	5%
相对收益	1%	9%	-27%

相关报告

- 《1-2 月地产投资销售维持韧性, 房贷利率 3 月环比上行》
--20210322
- 《投资销售维持韧性, 实际竣工修复开工走弱》
--20210322
- 《河北鼓励推动社区党建联建, 世茂恒大发布年报》
--20210321

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002
18117166023 wuyx@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	103,471	157,269	249,820	296,732
交易性金融资产	12,939	14,169	14,783	15,091
应收款项	103,620	118,331	142,358	161,362
存货	723,970	837,969	1,016,042	1,145,086
其他流动资产	282,474	279,983	331,183	380,742
流动资产合计	1,226,474	1,407,721	1,754,186	1,999,013
可供出售金融资产				
长期投资净额	27,735	36,235	44,535	52,735
固定资产	53,821	67,520	81,143	94,539
无形资产	4,958	6,314	8,069	9,909
商誉	3,481	3,481	3,481	3,481
非流动资产合计	170,863	194,458	218,227	241,877
资产总计	1,397,336	1,602,178	1,972,413	2,240,891
短期借款	31,874	37,874	42,974	48,174
应付款项	328,295	352,445	459,604	506,299
预收款项	172	277,474	390,814	483,430
一年内到期的非流动负债	74,348	74,348	74,348	74,348
流动负债合计	1,023,050	1,200,742	1,547,030	1,791,778
长期借款	167,740	177,885	182,958	185,494
其他长期负债	51,272	53,272	55,372	57,572
长期负债合计	219,012	231,158	238,330	243,067
负债合计	1,242,062	1,431,900	1,785,360	2,034,844
归属于母公司股东权益合计	84,776	90,933	98,097	106,168
少数股东权益	70,497	79,345	88,956	99,878
负债和股东权益总计	1,397,336	1,602,178	1,972,413	2,240,891

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	456,058	550,006	650,107	736,572
营业成本	390,071	471,986	559,776	633,106
营业税金及附加	11,665	15,912	18,694	20,834
资产减值损失	-3,376	-264	-175	-200
销售费用	8,182	10,497	12,230	13,817
管理费用	11,674	14,264	16,789	19,021
财务费用	4,473	1,052	1,033	802
公允价值变动净收益	2,061	1,340	670	923
投资净收益	4,773	6,500	6,600	5,300
营业利润	31,636	43,080	47,668	53,882
营业外收支净额	-946	-808	-877	-843
利润总额	30,690	42,272	46,791	53,039
所得税	9,554	14,756	15,480	17,698
净利润	21,136	27,515	31,310	35,342
归属于母公司净利润	14,998	18,668	21,699	24,419
少数股东损益	6,138	8,847	9,611	10,923

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	21,136	27,515	31,310	35,342
资产减值准备	4,423	264	175	200
折旧及摊销	3,057	6,324	4,751	5,002
公允价值变动损失	-2,061	-1,340	-670	-923
财务费用	5,459	1,569	1,819	2,051
投资损失	-4,773	-6,500	-6,600	-5,300
运营资本变动	17,548	45,473	87,887	41,940
其他	-68	823	878	843
经营活动净现金流量	44,720	74,130	119,551	79,155
投资活动净现金流量	-1,892	-24,311	-22,812	-23,650
融资活动净现金流量	-34,918	3,979	-4,189	-8,592
企业自由现金流	38,116	-40,027	-79,054	-28,466

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	1.23	1.53	1.78	2.01
每股净资产 (元)	6.97	7.47	8.06	8.73
每股经营性现金流 (元)	3.68	6.09	9.82	6.51
成长性指标				
营业收入增长率	6.5%	20.6%	18.2%	13.3%
净利润增长率	1.7%	24.5%	16.2%	12.5%
盈利能力指标				
毛利率	14.5%	14.2%	13.9%	14.0%
净利率	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	80.66	76.60	77.97	77.96
存货周转率 (次)	677.44	648.02	662.51	660.17
偿债能力指标				
资产负债率	88.9%	89.4%	90.5%	90.8%
流动比率	1.20	1.17	1.13	1.12
速动比率	0.35	0.38	0.38	0.38
费用率指标				
销售费用率	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用率	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
财务费用率	1.0%	0.2%	0.2%	0.1%
分红指标				
分红比例	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%
股息收益率	14.6%	18.3%	21.2%	23.9%
估值指标				
P/E (倍)	4.73	3.70	3.18	2.83
P/B (倍)	0.84	0.76	0.70	0.65
P/S (倍)	0.15	0.13	0.11	0.09
净资产收益率	17.7%	20.5%	22.1%	23.0%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王小勇，重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

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分析师兼地产组组长，2019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 729 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)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@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
赵丽明	010-58034555	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@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
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn