

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

三道红线暂居黄档, 销售稳增拿地审慎

事件: 公司发布 2020 年度报告, 报告期内实现营业收入 715.11 亿元, 同比 +0.8%, 实现归母净利润 75.01 亿元, 同比 -17.8%。

结转滞后导致净利润下跌, 地产业务毛利率仍处较高位。 公司本期归母净利润下滑主要系地产结转滞后叠加环京地区受调控影响相对较大。利润率方面, 期内公司实现毛利率 27.8%, 同比 -2.3pct, 毛利率下探系行业所面临的共性问题, 其中地产业务毛利率录得 28.7% (同比 -0.92pct), 本期毛利率下滑幅度相对较小且绝对水平位于较高位得益于 2017~18 年的新增项目楼面价/当期销售均价分别处于 20.3%、22.2% 的低位水平; 实现归母净利率 10.5%, 同比 -2.4pct, 截至期末录得合同负债 837.48 亿元, 同比 -5.9%, 覆盖 2020 年营收 1.17 倍。费用率方面, 期内三费/营收为 8.4%, 同比 +0.7pct, 销售费用/营收为 7.1%, 同比 +0.7pct, 财务费用/营收为 1.3%, 与上期持平。公司本期每股分红 0.35 元, 分红比例 20.29%, 对应股息率保持 5%+, 位于较高水平。

销售稳增拿地审慎, 1 月分拆物业板块上市。 期内公司实现销售金额 1270.97 亿元, 同比 +10.2%, 完成年初计划的 105.04%, 其中二线、三四线占比分别为 37.3%、62.7%, 环渤海、长三角、中部地区占比分别为 39.6%、39.1%、14.1%, 公司 2021 年目标销售金额 1300 亿元 (较本期实际销售额 +2.3%); 实现销售面积 1174.45 万方, 同比 +7.0%; 实现销售均价 10822 元/平, 同比 +3.0%。拿地方面, 期内公司拿地面积 714.57 万方, 同比 -27.9%; 拿地金额 281.61 亿元, 同比 -6.8%; 楼面价 3941 元/平, 同比 +29.4%, 拿地金额/销售金额为 22.2%, 同比 -4.0pct, 楼面价/销售均价为 36.4%, 同比 +7.4pct。开工竣工方面, 实现开工面积 964.13 万方, 同比 +2.1%, 计划完成率 104.12%; 实现竣工面积 695.8 万方, 同比 +10.0%, 计划完成率 78.42%。其余业务方面, 期内物业板块实现营收 18.07 亿元, 同比 +41.0%, 实现归母净利润 2.64 亿元, 同比 +132.9%, 在管面积 5970.0 万方, 同比 +18.7%, 合约面积 8057.3 万方, 同比 +4.0%, 合管比 1.35。2021 年 1 月, 公司分拆物业板块于港股上市; 康旅板块实现营收 57.29 亿元, 同比 -3.0%, 荣获 2020 年中国年度影响力文旅发展第 6 位; 产业园板块实现营收 53.62 亿元, 同比 +58.6%, 净利润 7.25 亿元, 同比 +13.6%。

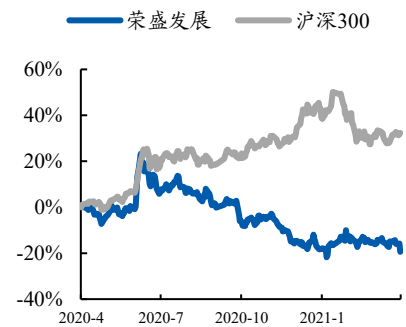
三道红线暂居黄档, 负债结构优化明显。 三道红线方面, 公司资产负债率 (扣除预收款) 为 73.78%, 净负债率为 80.18%, 现金短债比为 1.23, 三道红线暂居黄档。有息负债结构来看, 短期负债占比为 31.8%, 同比 -21.0pct, 长期负债占比为 68.2%, 长短债结构大幅优化。

投资建议: 维持公司买入评级, 考虑盈利能力有所下降及结算节奏不及预期, 下调公司 2021-22 年 EPS 分别至 2.00/2.13 元, 预计 2023 年 EPS 2.28, 对应 PE 为 3.07/2.90/2.70 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。

股票数据	2021/04/28
6 个月目标价 (元)	7.62
收盘价 (元)	6.16
12 个月股价区间 (元)	5.98~9.96
总市值 (百万元)	26,784.69
总股本 (百万股)	4,348
A 股 (百万股)	4,348
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	49

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5%	-1%	-18%
相对收益	-7%	3%	-51%

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

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	70,912	71,511	78,376	86,371	93,540
(+/-)%	25.80%	0.85%	9.60%	10.20%	8.30%
归属母公司净利润	9,120	7,501	8,714	9,246	9,929
(+/-)%	20.57%	-17.75%	16.16%	6.11%	7.39%
每股收益 (元)	2.10	1.73	2.00	2.13	2.28
市盈率	4.69	3.79	3.07	2.90	2.70
市净率	1.05	0.61	0.53	0.48	0.44
净资产收益率 (%)	22.31%	16.19%	17.13%	16.60%	16.32%
股息收益率 (%)	13.66%	13.47%	15.61%	16.56%	17.79%
总股本 (百万股)	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348

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	31,597	75,076	81,630	79,121
交易性金融资产	0	21	32	37
应收款项	5,407	4,726	5,633	6,109
存货	187,562	164,023	203,669	201,133
其他流动资产	42,144	45,027	49,506	53,173
流动资产合计	266,710	288,873	340,470	339,573
可供出售金融资产				
长期投资净额	3,016	11,516	19,816	28,016
固定资产	6,780	8,526	10,005	11,511
无形资产	1,285	1,564	1,768	1,979
商誉	157	157	157	157
非流动资产合计	21,900	32,462	42,347	52,170
资产总计	288,611	321,335	382,818	391,743
短期借款	1,969	25,057	28,431	30,648
应付款项	33,513	32,955	37,176	40,654
预收款项	83,748	79,399	100,568	94,950
一年内到期的非流动负债	20,164	20,164	20,164	20,164
流动负债合计	187,832	213,519	244,542	250,250
长期借款	38,071	41,862	43,758	44,706
其他长期负债	10,947	12,947	15,047	17,247
长期负债合计	49,018	54,809	58,805	61,953
负债合计	236,850	268,329	303,348	312,203
归属于母公司股东权益合计	46,340	50,881	55,694	60,856
少数股东权益	5,422	5,885	6,368	6,894
负债和股东权益总计	288,611	321,335	382,818	391,743

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	71,511	78,376	86,371	93,540
营业成本	51,618	56,677	62,515	67,829
营业税金及附加	2,783	3,114	3,282	3,637
资产减值损失	-196	-11	-23	-17
销售费用	2,436	2,518	2,817	3,081
管理费用	2,620	2,697	2,967	3,286
财务费用	934	779	1,530	1,568
公允价值变动净收益	25	10	5	3
投资净收益	295	389	312	396
营业利润	11,046	13,054	13,639	14,611
营业外收支净额	-368	-196	-165	-95
利润总额	10,678	12,858	13,474	14,516
所得税	2,904	3,681	3,746	4,061
净利润	7,774	9,177	9,728	10,455
归属于母公司净利润	7,501	8,714	9,246	9,929
少数股东损益	272	464	482	526

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	7,774	9,177	9,728	10,455
资产减值准备	465	11	23	17
折旧及摊销	641	514	415	454
公允价值变动损失	-25	-10	-5	-3
财务费用	1,432	811	1,605	1,772
投资损失	-295	-389	-312	-396
运营资本变动	-8,021	20,178	3,785	-3,735
其他	-604	198	167	97
经营活动净现金流量	1,367	30,491	15,406	8,662
投资活动净现金流量	-2,275	-10,899	-10,181	-10,001
融资活动净现金流量	3,548	23,888	1,330	-1,171
企业自由现金流	-136,997	-23,581	19,220	-14,200

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	1.73	2.00	2.13	2.28
每股净资产 (元)	10.66	11.70	12.81	14.00
每股经营性现金流 (元)	0.31	7.01	3.54	1.99
成长性指标				
营业收入增长率	0.8%	9.6%	10.2%	8.3%
净利润增长率	-17.8%	16.2%	6.1%	7.4%
盈利能力指标				
毛利率	27.8%	27.7%	27.6%	27.5%
净利率	10.5%	11.1%	10.7%	10.6%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	27.56	21.93	23.75	23.78
存货周转率 (次)	1,326.27	1,056.31	1,189.15	1,082.34
偿债能力指标				
资产负债率	82.1%	83.5%	79.2%	79.7%
流动比率	1.42	1.35	1.39	1.36
速动比率	0.41	0.56	0.54	0.53
费用率指标				
销售费用率	3.4%	3.2%	3.3%	3.3%
管理费用率	3.7%	3.4%	3.4%	3.5%
财务费用率	1.3%	1.0%	1.8%	1.7%
分红指标				
分红比例	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%
股息收益率	13.5%	15.6%	16.6%	17.8%
估值指标				
P/E (倍)	3.79	3.07	2.90	2.70
P/B (倍)	0.61	0.53	0.48	0.44
P/S (倍)	0.37	0.34	0.31	0.29
净资产收益率	16.2%	17.1%	16.6%	16.3%

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