

计提减值叠加疫情影响，业绩亏损

华泰研究

2021年2月02日 | 中国内地

动态点评

房地产/房地产开发

投资评级(下调):

增持

目标价(人民币):

4.14

研究员 SAC No. S0570519010002 陈慎 chenshen@htsc.com

研究员 SAC No. S0570519070001 刘璐 liulu015507@htsc.com

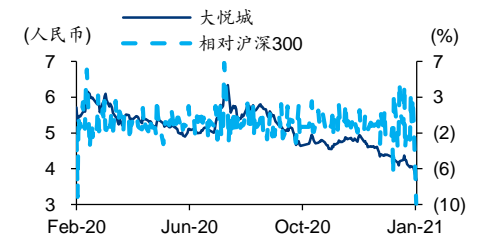
研究员 SAC No. S0570518010002 hanxiao012792@htsc.com
SFC No. BQA941 +8601056793959

研究员 SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com
+86-21-28972087

基本数据

目标价(人民币)	4.14
收盘价(人民币 截至2月1日)	3.68
市值(人民币百万)	15,774
6个月平均日成交额(人民币百万)	45.72
52周价格范围(人民币)	3.68-6.34
BVPS(人民币)	4.50

股价走势图



资料来源: Wind

计提减值准备，全年业绩亏损

1月29日晚公司发布2020年业绩预告，2020年实现营收384-385亿元，同比+13.7%~14.0%，归母净亏损3.5~4.5亿元。计提减值以及疫情影响下业绩下滑，销售保持稳步增长，我们下调公司2020-2022年EPS至为-0.09、0.36和0.43元，目标价4.14元（前值6.33元），下调至“增持”评级。

在建在售项目亏损，商业收入亦受疫情影响

2020年全年业绩亏损，主要原因在于：1、因天津、厦门等在建在售项目销售价格不达预期，公司计提13亿存货跌价准备；2、持有物业运营业务受疫情影响显著，影响收入9.6亿元；3、非并表项目出现亏损，前三季度即亏损7.3亿元；4、去年结算上海、深圳高毛利项目，结算结构影响导致报告期毛利率同比-10pct至28%。展望2021年，17年所获低毛利项目带来的亏损大部分已计提，销售规模持续增长，20年下半年持有物业收入已恢复，我们预计21年公司运营回到正轨，扣非净利有望恢复至19年水平以上。

2020年销售额822亿，谨慎扩张

据克而瑞数据，公司2020年全年全口径销售面积358万方，销售金额822亿，位列全国房企销售额排行第54位，销售额同比增长约16%。拿地方面趋于谨慎，全年公司新增土储总建面约459万方，总土地额约172亿元，拿地额占销售额比重约21%。20年公司新开购物中心两座，疫情下商业地产扩张也趋于谨慎。据中报披露，截至2020H1未售土储合计1191万方，充沛货值下，我们预计2021年销售有望突破千亿规模。

央企背景与商业地产加持，融资成本具备优势

基于“三条红线”标准，截至2020Q3公司属于橙档，但资产负债率指标仅超2pct，去化提速大幅提升短期偿债能力，我们预计年底财务结构会进一步改善。20年子公司中粮置业发行15亿公司债，票面利率3.14%-3.60%，7月获批发行20亿公司债，并于8月完成发行，利率3.78%。21年1月发行20亿购房尾款ABS，利率4.13%。

下调为“增持”评级

由于公司存货亏损程度超预期，大幅计提减值准备，我们下调2020-2022年EPS至-0.09、0.36和0.43元（前值0.47、0.55和0.64元），参考可比公司2021年9倍PE估值（Wind一致预期），公司作为精耕商业地产的央企，规模效应、品牌和融资优势显著，我们维持公司2021年11.5倍PE估值不变，目标价4.14元（前值6.33元），下调为“增持”评级。

风险提示：疫情不确定性；存货亏损超预期；商业地产竞争激烈。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	14,120	33,787	38,449	45,635	53,465
+/-%	0.55	139.29	13.80	18.69	17.16
归属母公司净利润(人民币百万)	1,389	2,378	(401.38)	1,534	1,839
+/-%	46.91	71.26	(116.88)	482.15	19.91
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.32	0.55	(0.09)	0.36	0.43
ROE(%)	14.57	8.71	(1.41)	5.30	6.10
PE(倍)	11.36	6.63	(39.30)	10.28	8.58
PB(倍)	2.01	0.81	0.86	0.82	0.77
EV EBITDA(倍)	10.93	8.94	105.55	18.37	15.72

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测调整说明

我们依据公司业绩预告调整 20 年盈利预测。预告显示公司 20 年营收为 384-385 亿元，其中持有物业运营收入同比下降 9.6 亿，同时地产开发结算项目毛利率同比大幅下滑 10 个百分点，并计提了约 13 亿存货跌价准备，因此我们将 20 年营收调整为 384.5 亿元(前值 407.5 亿)，毛利率调整至 31.2% (前值 36.9%)，资产减值损失计-13 亿元 (前值-4.5 亿)，前三季度联营合营投资收益已产生 7.3 亿亏损，因结算收益率大幅下滑，我们有理由推断当期结算的非并表合作项目盈利空间也不甚理想，因此投资收益调整为-11 亿 (前值 0.6 亿)。公司预告 20 年业绩为亏损 3.5~4.5 亿元，我们测算得出 20 年归母净利润为-4.0 亿元。

因 20 年公司亏损，对于后期工程投入以及拿地策略或产生影响，我们预计 21-22 年的结算节奏会放缓，我们将 21-22 年营收增速调整为 18.7%和 17.2% (前值 22.4%和 22.7%)；20 年公司计提约 13 亿减值准备，说明在售在建项目盈利空间很低，因此我们将 21-22 年毛利率调整为 32.9%和 32.7% (前值 36.5%和 36.2%)。合作项目盈利空间相应收缩，投资净收益调整为 1.8、2.1 亿 (前值为 5.5 和 6.0 亿)；20 年计提减值准备数额较大，我们认为 21-22 年资产减值损失较前值略有收敛，调整为-2.1 和-2.7 元 (前值-3.4 和-3.6 元)，我们测算得出 21-22 年归母净利润分别为 15.3 和 18.4 亿元。

图表1：核心指标预测调整前后比较

假设指标	调整后				调整前		
	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营收 (亿元)	337.9	384.5	456.4	534.7	407.5	498.7	612.0
yoy (%)	139.3%	13.8%	18.7%	17.2%	20.6%	22.4%	22.7%
毛利率 (%)	41.2%	31.2%	32.9%	32.7%	36.9%	36.5%	36.2%
资产减值损失 (亿元)	-2.4	-13.0	-2.1	-2.7	-4.5	-3.4	-3.6
投资净收益 (亿元)	5.0	-11.0	1.8	2.1	0.6	5.5	6.0
归母净利润 (亿元)	23.8	-4.0	15.3	18.4	19.9	23.5	27.3
yoy (%)	71.3%	-116.9%	282.1%	19.9%	8.4%	17.7%	16.3%

资料来源：Wind、华泰研究

图表2：可比公司估值表 (截至 2021 年 2 月 1 日)

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	EPS(元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中国国贸	600007 CH	122.59	0.97	0.83	1.08	1.17	13	15	11	10
陆家嘴	600663 CH	419.56	0.91	0.95	1.07	1.33	11	11	10	8
招商蛇口	001979 CH	941.17	2.02	2.08	2.32	2.75	6	6	5	4
均值							10	10	9	7

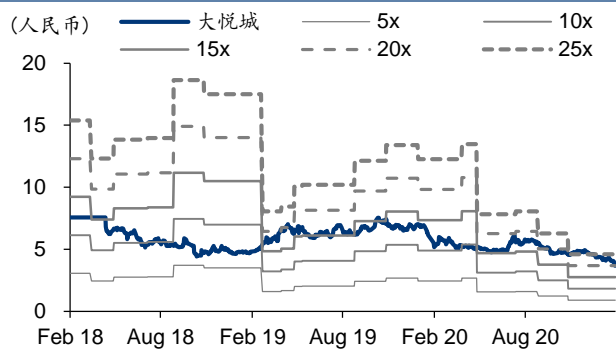
注：盈利预测来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

风险提示

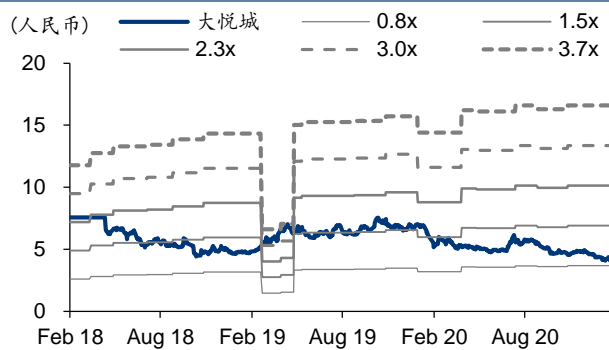
- (1) 海外疫情蔓延、超级传播者出现的可能、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。
- (2) 一二线核心城市房地产调控政策放松可能性较低。公司房地产开发项目主要位于北京、天津、杭州、南京、上海等一二线核心城市，可能受供给端预售证管制、需求端限购限贷限售政策等因素影响，销售和结算进度可能不及预期。
- (3) 一二线核心城市商业地产竞争激烈。尽管大悦城城市综合体地理位置优越、运营能力较强，仍有可能受竞争对手影响，租金收入增长不及预期。此外，新项目拓展也可能因为激烈竞争，使得项目开业数量、开业初期租金收入不及预期。

图表3: 大悦城 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 大悦城 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	80,713	133,780	149,595	168,862	186,527
现金	12,001	27,598	30,759	36,508	42,772
应收账款	250.27	323.16	445.83	466.86	602.45
其他应收账款	22,434	24,428	30,499	34,693	41,686
预付账款	140.93	882.17	515.99	1,143	800.74
存货	42,835	75,768	82,121	90,278	94,320
其他流动资产	3,052	4,780	5,253	5,773	6,345
非流动资产	10,459	49,403	55,790	63,070	70,242
长期投资	4,415	11,305	16,005	21,410	26,927
固定投资	548.56	4,224	4,159	4,443	4,740
无形资产	53.32	1,893	1,904	1,924	1,946
其他非流动资产	5,442	31,981	33,723	35,293	36,629
资产总计	91,172	183,183	205,385	231,932	256,769
流动负债	45,280	84,837	102,005	124,291	148,177
短期借款	2,525	3,196	10,009	17,747	24,286
应付账款	6,556	10,951	18,434	15,567	24,429
其他流动负债	36,199	70,689	73,562	90,977	99,463
非流动负债	32,132	55,805	62,149	64,697	63,500
长期借款	29,282	52,354	57,883	59,412	56,941
其他非流动负债	2,851	3,451	4,266	5,285	6,559
负债合计	77,412	140,642	164,154	188,988	211,677
少数股东权益	5,899	23,130	22,950	23,690	24,600
股本	1,814	4,286	4,286	4,286	4,286
资本公积	0.33	7,731	7,731	7,731	7,731
留存公积	6,034	7,574	7,119	8,858	10,943
归属母公司股东权益	7,861	19,411	18,281	19,254	20,491
负债和股东权益	91,172	183,183	205,385	231,932	256,769

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(1,864)	4,065	893.94	3,155	8,981
净利润	2,004	3,705	(581.71)	2,274	2,749
折旧摊销	194.13	1,339	1,277	1,575	1,974
财务费用	1,017	1,659	2,241	2,488	2,533
投资损失	(707.84)	(496.63)	1,098	(180.53)	(214.57)
营运资金变动	(4,440)	(2,113)	(3,158)	(2,951)	1,947
其他经营现金	69.13	(27.91)	17.27	(51.04)	(7.82)
投资活动现金	(2,448)	(2,169)	(8,630)	(8,431)	(8,658)
资本支出	50.68	2,390	2,494	2,907	3,000
长期投资	(2,012)	363.38	(4,700)	(5,405)	(5,517)
其他投资现金	(384.87)	(142.80)	(1,436)	(119.36)	(141.63)
筹资活动现金	6,128	6,093	3,389	3,787	(597.10)
短期借款	(2,100)	671.11	6,813	7,737	6,539
长期借款	15,136	23,072	5,529	1,529	(2,471)
普通股增加	0.00	2,473	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.33	7,731	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,908)	(27,853)	(8,954)	(5,480)	(4,665)
现金净增加额	1,817	7,999	(4,347)	(1,489)	(274.19)

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,120	33,787	38,449	45,635	53,465
营业成本	8,118	19,866	26,447	30,601	35,997
营业税金及附加	1,486	3,638	4,237	4,953	5,825
营业费用	514.70	1,344	1,653	1,864	2,213
管理费用	613.36	1,593	2,153	2,373	2,808
财务费用	1,017	1,659	2,241	2,488	2,533
资产减值损失	(231.40)	(237.53)	(1,300)	(210.00)	(267.00)
公允价值变动收益	0.00	(15.01)	(75.00)	15.00	22.00
投资净收益	707.84	496.63	(1,098)	180.53	214.57
营业利润	2,859	5,999	(757.62)	3,340	4,079
营业外收入	14.23	100.32	10.00	40.81	40.46
营业外支出	15.67	94.15	54.74	61.36	64.62
利润总额	2,857	6,005	(802.35)	3,320	4,055
所得税	852.92	2,300	(220.65)	1,045	1,306
净利润	2,004	3,705	(581.71)	2,274	2,749
少数股东损益	615.59	1,327	(180.33)	740.39	910.02
归属母公司净利润	1,389	2,378	(401.38)	1,534	1,839
EBITDA	4,386	9,283	885.87	5,583	6,762
EPS (人民币, 基本)	0.32	0.55	(0.09)	0.36	0.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	0.55	139.29	13.80	18.69	17.16
营业利润	19.54	109.85	(112.63)	540.88	22.13
归属母公司净利润	46.91	71.26	(116.88)	482.15	19.91
获利能力 (%)					
毛利率	42.51	41.20	31.22	32.94	32.67
净利率	14.20	10.97	(1.51)	4.98	5.14
ROE	14.57	8.71	(1.41)	5.30	6.10
ROIC	11.38	21.43	(1.03)	8.73	10.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.91	76.78	79.93	81.48	82.44
净负债比率 (%)	191.01	103.72	132.98	147.06	146.30
流动比率	1.78	1.58	1.47	1.36	1.26
流动比率	0.77	0.62	0.61	0.58	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.25	0.20	0.21	0.22
应收账款周转率	65.73	117.84	100.00	100.00	100.00
应付账款周转率	1.42	2.27	1.80	1.80	1.80
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.55	(0.09)	0.36	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.43)	0.95	0.21	0.74	2.10
每股净资产(最新摊薄)	1.83	4.53	4.27	4.49	4.78
估值比率					
PE (倍)	11.36	6.63	(39.30)	10.28	8.58
PB (倍)	2.01	0.81	0.86	0.82	0.77
EV EBITDA (倍)	10.93	8.94	105.55	18.37	15.72

免责声明

分析师声明

本人,陈慎、刘璐、韩笑、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。更多信息请参见下方“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、韩笑、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2021年华泰证券股份有限公司