

1月销售高增长，拿地维持积极态势

华泰研究

2021年2月09日 | 中国内地

更新报告

房地产/房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

35.82

研究员 陈慎
SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834

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

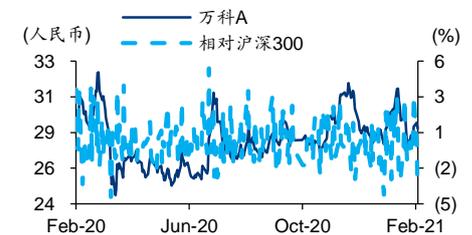
研究员 韩笑
SAC No. S0570518010002 hanxiao012792@htsc.com
SFC No. BQA941 +8621-1056793959

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

基本数据

目标价(人民币)	35.82
收盘价(人民币 截至2月9日)	28.75
市值(人民币百万)	334,010
6个月平均日均成交额(人民币百万)	2,206
52周价格范围(人民币)	24.55-32.30
BVPS(人民币)	17.45

股价走势图



资料来源: Wind

销售拿地保持积极态度，维持“买入”评级

公司1月销售维持高增长，拿地积极，“三道红线”下融资成本优化已经有所体现。我们预期公司2020-2022年EPS为3.55、3.98和4.51元，稳健的财务、多元化价值重估空间强化公司龙头地位，目标价35.82元（前值35.87元），维持“买入”评级。

1月销售延续高增长，全年有望实现两位数增长

2021年1月公司实现合同销售面积398.6万方，同比增长19.5%，销售额714.7亿元，同比增长30.2%，单月销售额仅次于公司20年12月（1015亿）以及6月（734亿），位列1月房企销售额克而瑞排行榜首。公司自20年下半年以来销售提速，20年12月销售额破千亿，同比增速高达77%，带动全年销售额同比增长11.6%达7041亿。1月销售延续高增长，我们认为公司21年全年销售额有望实现两位数增长。

拿地积极，权益有所提升

公司去年12月拿地额高达533亿，1月延续积极拓展态度，拿地面积280.7万方，拿地额195亿，同比增长411%，较19年1月增长57%，权益口径金额163亿，同比增长616%，较19年1月增长124%。平均地价6952元/平，相比去年全年上升6%，主要受拿地结构影响，1月新增项目中杭州项目地价占比达21%，楼面价达1.9万/平，拉高整体水平。地货比角度，1月新增项目楼面价/销售均价为39%，较去年全年低5个百分点。1月拿地权益有所提升，拿地额口径下拿地权益为83%，高于20年16个百分点。

“三道红线”下，融资优势进一步强化

基于“三条红线”标准，截至2020Q3公司属于黄档，净负债率27.6%，维持行业低位，短债覆盖率高达196.8%，财务结构健康。今年以来，公司发行了30亿公司债以及20亿中票，利率区间为3.38%-3.98%。其中7年期公司债利率为3.98%，较去年四季度发行的同期限公司债下降了13BP。我们认为融资新政会强化优质房企的融资优势，预计未来公司融资仍将进一步优化。

维持“买入”评级

由于近期房企计提减值准备步入高峰期，我们预计公司合作项目收益将受影响，下调20-22年EPS至3.55、3.98和4.51元（前值3.73、4.21、4.79元），参考可比公司2021年7.3倍平均PE估值（Wind一致预期），稳健的财务、多元化价值重估空间强化公司龙头地位，我们予以公司2021年9倍PE，目标价35.82元（前值35.87元），维持“买入”评级。

风险提示：行业销售下行风险；拿地节奏低预期致可售货量不足风险。

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)	297,679	367,894	447,190	519,697	604,272
+/-%	22.55	23.59	21.55	16.21	16.27
归属母公司净利润(人民币百万)	33,773	38,872	41,202	46,291	52,403
+/-%	20.39	15.10	5.99	12.35	13.20
EPS(人民币, 最新摊薄)	2.91	3.35	3.55	3.98	4.51
ROE(%)	20.91	20.38	18.38	17.66	17.13
PE(倍)	9.89	8.59	8.11	7.22	6.37
PB(倍)	2.14	1.78	1.53	1.32	1.14
EV EBITDA(倍)	5.99	5.69	5.70	5.06	4.59

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (截至 2021 年 2 月 9 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
龙湖集团	0960 HK	2,491	3.03	3.50	4.06	4.74	13.6	11.8	10.1	8.7
华润置地	1109 HK	2,218	4.02	4.01	4.74	5.29	7.7	7.8	6.6	5.9
新城控股	601155 CH	979	5.60	6.98	8.49	9.97	7.7	6.2	5.1	4.3
均值							9.7	8.6	7.3	6.3

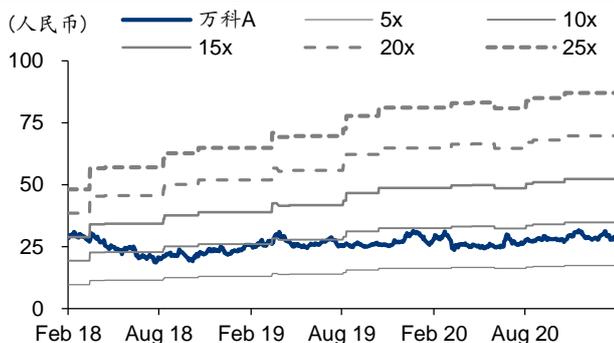
注: 盈利预测来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

风险提示

行业销售下行风险: 由于疫情影响, 本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能 (尤其是部分三四线城市), 使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

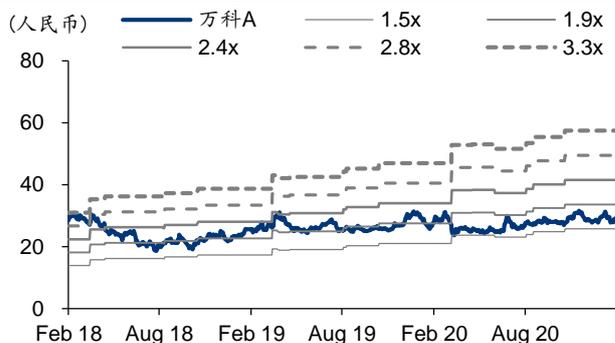
公司拿地节奏低预期导致可售货量不足的风险: 公司目前储备较低, 如果扩储节奏低预期, 可能导致可售货值不足, 进而影响未来收入和利润增速。

图表2: 万科 APE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 万科 APB-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	1,295,072	1,438,989	1,611,562	1,809,225	1,999,694
现金	188,417	166,195	178,876	197,485	211,495
应收账款	1,586	1,988	2,676	2,590	3,548
其他应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	75,951	97,796	120,008	131,608	160,309
存货	750,303	897,019	1,009,454	1,146,794	1,263,501
其他流动资产	278,815	275,992	300,548	330,747	360,842
非流动资产	233,508	290,940	306,769	322,914	339,014
长期投资	129,528	130,476	136,174	142,585	149,269
固定投资	11,534	12,400	15,252	18,101	21,226
无形资产	4,953	5,270	5,604	5,990	6,433
其他非流动资产	87,493	142,795	149,739	156,238	162,086
资产总计	1,528,579	1,729,929	1,918,331	2,132,139	2,338,708
流动负债	1,121,914	1,272,610	1,398,282	1,558,562	1,705,875
短期借款	10,102	15,365	29,097	19,089	15,222
应付账款	0.00	267,281	287,329	336,848	361,935
其他流动负债	1,111,812	989,964	1,081,856	1,202,625	1,328,718
非流动负债	171,045	186,740	202,284	201,912	198,645
长期借款	168,024	163,965	179,172	178,379	174,586
其他非流动负债	3,020	22,775	23,112	23,533	24,059
负债合计	1,292,959	1,459,350	1,600,566	1,760,474	1,904,521
少数股东权益	79,857	82,521	99,678	118,983	140,911
股本	11,039	11,302	11,618	11,618	11,618
资本公积	8,006	12,384	12,384	12,384	12,384
留存公积	139,118	166,178	207,030	252,947	304,978
归属母公司股东权益	155,764	188,058	218,086	252,682	293,276
负债和股东权益	1,528,579	1,729,929	1,918,331	2,132,139	2,338,708

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	33,618	45,687	48,461	49,442	41,329
净利润	49,272	55,132	58,359	65,596	74,330
折旧摊销	2,922	4,120	4,561	5,741	7,111
财务费用	5,999	5,736	5,798	6,927	7,779
投资损失	(6,788)	(4,984)	(5,795)	(6,468)	(6,786)
营运资金变动	(13,963)	(10,623)	(11,900)	(19,553)	(38,069)
其他经营现金	(3,824)	(3,693)	(2,562)	(2,801)	(3,036)
投资活动现金	(67,364)	(28,627)	(12,159)	(12,744)	(13,487)
资本支出	5,897	6,244	11,368	11,808	12,479
长期投资	(45,823)	(26,164)	(5,698)	(6,411)	(6,684)
其他投资现金	(15,645)	3,781	4,907	5,476	5,676
筹资活动现金	44,798	(33,338)	(38,983)	(8,145)	(9,662)
短期借款	(6,007)	5,263	13,731	(10,007)	(3,868)
长期借款	39,672	(4,059)	15,207	(793.06)	(3,793)
普通股增加	0.00	262.99	315.59	0.00	0.00
资本公积增加	(323.64)	4,379	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	11,456	(39,184)	(68,237)	2,655	(2,001)
现金净增加额	11,342	(15,930)	(2,680)	28,554	18,181

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	297,679	367,894	447,190	519,697	604,272
营业成本	186,104	234,550	305,036	355,781	415,776
营业税金及附加	23,176	32,905	36,670	43,395	50,457
营业费用	7,868	9,044	10,733	12,733	14,805
管理费用	10,341	11,018	12,879	15,383	18,007
财务费用	5,999	5,736	5,798	6,927	7,779
资产减值损失	(2,354)	(1,649)	(1,250)	(1,100)	(1,100)
公允价值变动收益	86.63	(68.52)	100.00	105.00	110.00
投资净收益	6,788	4,984	5,795	6,468	6,786
营业利润	67,499	76,613	79,395	89,275	101,154
营业外收入	474.50	714.73	636.08	635.37	648.83
营业外支出	512.91	788.58	630.97	663.83	673.67
利润总额	67,460	76,539	79,401	89,246	101,129
所得税	18,188	21,408	21,041	23,650	26,799
净利润	49,272	55,132	58,359	65,596	74,330
少数股东损益	15,500	16,260	17,158	19,305	21,927
归属母公司净利润	33,773	38,872	41,202	46,291	52,403
EBITDA	77,303	87,810	87,280	98,515	111,519
EPS (人民币, 基本)	2.91	3.35	3.55	3.98	4.51

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.55	23.59	21.55	16.21	16.27
营业利润	32.84	13.50	3.63	12.44	13.31
归属母公司净利润	20.39	15.10	5.99	12.35	13.20
获利能力 (%)					
毛利率	37.48	36.25	31.79	31.54	31.19
净利率	16.55	14.99	13.05	12.62	12.30
ROE	20.91	20.38	18.38	17.66	17.13
ROIC	399.65	103.89	98.39	96.17	80.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.59	84.36	83.44	82.57	81.43
净负债比率 (%)	25.95	35.05	23.79	15.47	11.34
流动比率	1.15	1.13	1.15	1.16	1.17
流动比率	0.19	0.15	0.14	0.14	0.14
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.23	0.25	0.26	0.27
应收账款周转率	197.21	205.86	191.75	197.36	196.90
应付账款周转率	2.15	1.76	1.10	1.14	1.19
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.91	3.35	3.55	3.98	4.51
每股经营现金流(最新摊薄)	2.89	3.93	4.17	4.26	3.56
每股净资产(最新摊薄)	13.41	16.19	18.74	21.72	25.22
估值比率					
PE (倍)	9.89	8.59	8.11	7.22	6.37
PB (倍)	2.14	1.78	1.53	1.32	1.14
EV EBITDA (倍)	5.99	5.69	5.70	5.06	4.59

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