

销售取得开门红，拿地力度明显增强



事件

公司公告 2021 年 1 月销售及拿地情况，1 月实现销售金额、销售面积分别为 714.7 亿元、398.6 万方，同比增长 30.2%、19.5%。

核心观点

- **销售取得开门红，看好全年销售。**公司 1 月销售金额 714.7 亿元，同比 20 年增长 30.2%，较 19 年同期增长 46.2%，单月销售金额延续 2020 年年末良好态势，取得开门红。1 月销售面积 398.6 万平方米，同比 20 年增长 19.5%，较 19 年同期增长 25.5%。公司单月销售面积增幅低于销售金额，表明量价齐升，盈利质量有所改善。开年疫情影响基本消除，经济反弹支持房企销售数据向好，公司全年有望取得两位数销售增长。
- **把握土地窗口期补仓，权益比例明显提升。**公司 1 月新增土储 280.7 万平方米，同比 20 年增长 302.7%，较 19 年同期增长 2.7%，拿地金额 195.1 亿元，同比 20 年增长 410.7%，较 19 年同期增长 56.6%，单月投资强度（拿地金额/销售金额）为 27.3%。公司投资力度同比大幅增加，主要因为去年疫情时期基数水平较低，自 2020 年下半年以来公司投资力度明显回升，目前投资强度基本恢复到疫情前的水平。同时，公司 1 月拿地权益比例达到 83.4%，同比提高 23.9 个百分点，权益比例上升，表明公司实际投资力度增强，以及更加重视盈利的质量。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 36.40 元。**根据公司公告和经营情况，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 预测为 3.64/3.99/4.39 元（原预测值为 3.92/4.58/5.34 元），主要原因是受疫情影响，我们预计公司 2020 年结算速度有所放缓，此外，受限价政策影响，我们预计结算项目毛利率也将有所下滑。可比公司 2020 年估值为 7.4X，考虑到公司较可比公司积极拓展资管类业态的项目，向轻资产化运营，应享有更高估值溢价，我们给予公司 2020 年 30% 的估值溢价得到 10X 估值，对应目标价 36.40 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。利率上升超预期。

公司主要财务信息

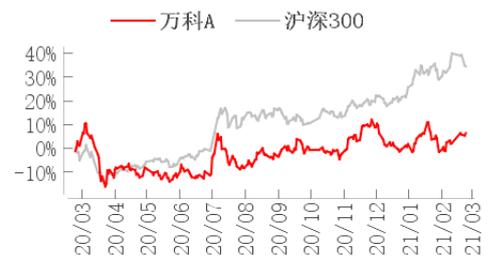
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679	367,894	417,735	495,917	571,206
同比增长(%)	22.6%	23.6%	13.5%	18.7%	15.2%
营业利润(百万元)	67,499	76,613	82,797	90,741	99,853
同比增长(%)	32.8%	13.5%	8.1%	9.6%	10.0%
归属母公司净利润(百万元)	33,773	38,872	42,303	46,362	51,018
同比增长(%)	20.4%	15.1%	8.8%	9.6%	10.0%
每股收益(元)	2.91	3.35	3.64	3.99	4.39
毛利率(%)	37.5%	36.2%	34.8%	34.8%	35.0%
净利率(%)	11.3%	10.6%	10.1%	9.3%	8.9%
净资产收益率(%)	23.4%	22.6%	20.7%	19.6%	18.9%
市盈率	9.9	8.6	7.9	7.2	6.6
市净率	2.2	1.8	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月23日)	30.01 元
目标价格	36.40 元
52周最高价/最低价	32.73/23.32 元
总股本/流通A股(万股)	1,161,773/1,160,785
A股市值(百万元)	348,648
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年02月23日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.09	2.56	-3.32	6.39
相对表现	4.46	-1.46	-18.98	-5.78
沪深300	-0.37	4.02	15.66	12.17



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

香港证监会牌照：BPU409

联系人

吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

相关报告

销售再上新台阶，深耕核心城市审慎投资 2021-01-11

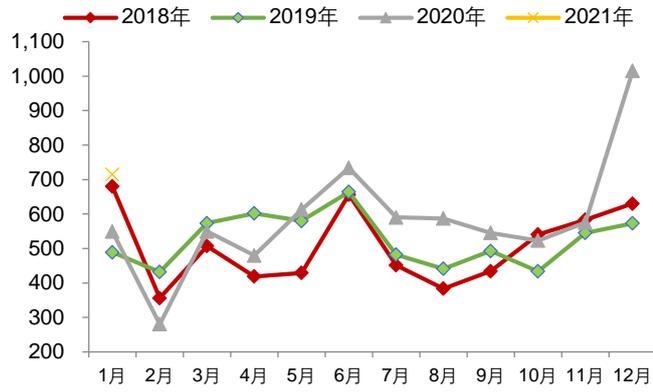
销售平稳增长，投资审慎稳健 2020-11-11

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

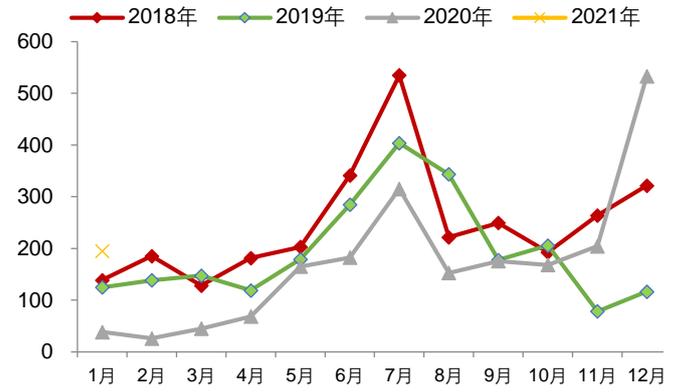
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：2018~2021 年月度销售金额情况 单位：亿元



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：2018~2021 年月度拿地金额情况 单位：亿元



数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 1: 可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/2/23	每股收益 (元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
保利地产	600048	14.65	2.23	2.42	3.06	3.50	6.6	6.1	4.8	4.2
招商蛇口	001979	12.51	1.93	2.03	2.33	2.68	6.5	6.2	5.4	4.7
新城控股	601155	45.53	5.61	6.86	8.38	9.86	8.1	6.6	5.4	4.6
龙湖集团	0960.HK	43.20	3.07	3.45	4.05	4.69	14.1	12.5	10.7	9.2
金科股份	000656	7.22	1.05	1.31	1.60	1.90	6.9	5.5	4.5	3.8
		最大值					14.1	12.5	10.7	9.2
		最小值					6.5	5.5	4.5	3.8
		平均数					8.4	7.4	6.2	5.3

数据来源: Wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	188,417	166,195	187,981	247,959	285,603	营业收入	297,679	367,894	417,735	495,917	571,206
应收票据、账款及款项融资	1,589	2,017	2,257	2,680	3,087	营业成本	186,104	234,550	272,395	323,479	371,144
预付账款	75,951	97,796	125,320	148,775	171,362	营业税金及附加	23,176	32,905	33,419	44,633	51,409
存货	750,303	897,019	1,041,752	1,249,947	1,496,314	营业费用	7,868	9,044	10,563	11,150	12,059
其他	278,812	275,963	271,845	272,577	273,282	管理费用及研发费用	11,287	12,085	13,183	14,977	18,792
流动资产合计	1,295,072	1,438,989	1,629,155	1,921,937	2,229,647	财务费用	5,999	5,736	9,212	15,320	22,229
长期股权投资	129,528	130,476	130,476	130,476	130,476	资产、信用减值损失	2,618	1,866	1,649	1,649	2,354
固定资产	11,534	12,400	11,625	10,850	10,075	公允价值变动收益	87	(69)	0	0	0
在建工程	1,913	4,180	7,859	10,967	14,075	投资净收益	6,788	4,984	5,483	6,031	6,634
无形资产	4,953	5,270	4,517	3,764	3,011	其他	(3)	(10)	0	0	0
其他	85,580	138,615	111,650	120,143	128,637	营业利润	67,499	76,613	82,797	90,741	99,853
非流动资产合计	233,508	290,940	266,127	276,200	286,274	营业外收入	474	715	638	638	638
资产总计	1,528,579	1,729,929	1,895,282	2,198,137	2,515,921	营业外支出	513	789	651	651	651
短期借款	10,102	15,365	71,926	253,160	367,794	利润总额	67,460	76,539	82,784	90,728	99,840
应付票据及应付账款	229,597	268,222	277,843	329,948	378,567	所得税	18,188	21,408	22,352	24,497	26,957
其他	882,215	989,023	1,038,627	1,056,717	1,154,592	净利润	49,272	55,132	60,432	66,231	72,883
流动负债合计	1,121,914	1,272,610	1,388,395	1,639,826	1,900,953	少数股东损益	15,500	16,260	18,130	19,869	21,865
长期借款	120,929	114,320	114,320	114,320	114,320	归属于母公司净利润	33,773	38,872	42,303	46,362	51,018
应付债券	47,095	49,646	49,646	49,646	49,646	每股收益(元)	2.91	3.35	3.64	3.99	4.39
其他	3,020	22,775	21,277	21,277	21,277						
非流动负债合计	171,045	186,740	185,243	185,243	185,243						
负债合计	1,292,959	1,459,350	1,573,638	1,825,068	2,086,196						
少数股东权益	79,857	82,521	100,650	120,520	142,385						
实收资本(或股本)	11,039	11,302	11,618	11,618	11,618						
资本公积	8,006	12,384	12,384	12,384	12,384						
留存收益	139,118	166,178	196,991	228,547	263,339						
其他	(2,399)	(1,806)	0	0	0						
股东权益合计	235,621	270,579	321,644	373,069	429,725						
负债和股东权益总计	1,528,579	1,729,929	1,895,282	2,198,137	2,515,921						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	49,272	55,132	60,432	66,231	72,883
折旧摊销	2,566	2,508	3,034	3,034	3,034
财务费用	5,999	5,736	9,212	15,320	22,229
投资损失	(6,788)	(4,984)	(5,483)	(6,031)	(6,634)
营运资金变动	249,018	(40,426)	(110,457)	(163,302)	(124,394)
其它	(266,448)	27,721	36,250	694	821
经营活动现金流	33,618	45,687	(7,011)	(84,053)	(32,060)
资本支出	(13,160)	(6,310)	(3,680)	(3,108)	(3,108)
长期投资	(72,207)	(20,457)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他	18,003	(1,860)	5,483	6,031	6,634
投资活动现金流	(67,364)	(28,627)	(8,197)	(7,077)	(6,474)
债权融资	63,523	5,957	820	0	0
股权融资	(324)	4,642	316	0	0
其他	(18,401)	(43,937)	35,859	151,108	76,178
筹资活动现金流	44,798	(33,338)	36,994	151,108	76,178
汇率变动影响	291	349	-0	-0	-0
现金净增加额	11,342	(15,930)	21,786	59,978	37,644

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.6%	23.6%	13.5%	18.7%	15.2%
营业利润	32.8%	13.5%	8.1%	9.6%	10.0%
归属于母公司净利润	20.4%	15.1%	8.8%	9.6%	10.0%
获利能力					
毛利率	37.5%	36.2%	34.8%	34.8%	35.0%
净利率	11.3%	10.6%	10.1%	9.3%	8.9%
ROE	23.4%	22.6%	20.7%	19.6%	18.9%
ROIC	12.5%	11.7%	11.5%	10.3%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	84.6%	84.4%	83.0%	83.0%	82.9%
净负债率	25.0%	34.7%	40.0%	67.0%	76.0%
流动比率	1.15	1.13	1.17	1.17	1.17
速动比率	0.48	0.42	0.42	0.41	0.38
营运能力					
应收账款周转率	197.2	205.9	196.8	200.9	198.1
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标(元)					
每股收益	2.91	3.35	3.64	3.99	4.39
每股经营现金流	3.05	4.04	-0.60	-7.23	-2.76
每股净资产	13.41	16.19	19.02	21.74	24.73
估值比率					
市盈率	9.9	8.6	7.9	7.2	6.6
市净率	2.2	1.8	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.3	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBIT	4.5	4.0	3.6	3.1	2.7

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有万科 A(000002)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn