

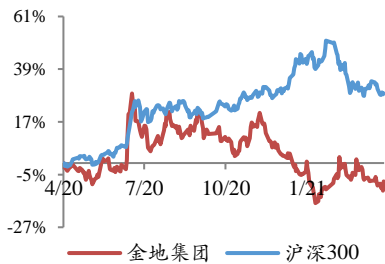
财务稳健更具调整空间，主动积极适配发展阶段

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-04-18

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 12.00 |
| 近12个月最高/最低(元) | 16.73/10.83 |
| 总股本(百万股) | 4,515 |
| 流通股本(百万股) | 4,515 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 542 |
| 流通市值(亿元) | 542 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

1. 销售短期波动、长期稳增，持续深耕核心区域 2020-12-05
2. 销售逆势放量，业绩短期波动难掩长期向好 2020-10-30
3. 三十余载耕耘，稳健发展逢春 2020-07-13

主要观点：

● 事件

公司发布 2020 年年度报告：2020 年实现营业收入 839.8 亿元，同比增加 32.4%；实现归母净利润 104.0 亿元，同比增加 3.2%；实现每股收益 2.30 元。

● 业绩短期波动难掩长期稳中向好，费用管控能力进一步提升

业绩端：公司营收大幅增长主要源于结算规模的提升，2020 年公司房地产项目结算面积 463.91 万方，同比+21.8%；结算收入 751.78 亿元，同比+31.0%。**归母净利润增速低于营收的原因在于：**(1)、公司整体毛利率水平降至 32.9% (前值 40.5%，变动-7.6pct)。其中，房地产开发结算毛利率为 33.56%，较前值减少 7.7pct；(2)、报告期内确认的联合营公司收益减少致投资收益为 38.2 亿元，同比下降 36%。截至 2020 年末，公司预收账款及合同负债合计约 946.8 亿元，同比增长 12.8%，覆盖 2020 年房地产结算收入约 1.26 倍。公司的费用管控能力进一步提升，报告期内销售管理费用率(销售金额口径)降至 2.64%(前值 2.88%，下降 24BP)。

● 疫情影响下全年销售依然实现正增长，城市深耕已现成效

销售端：报告期内，公司实现销售面积 1194.8 万方，同比增长 10.7%，实现销售金额 2426.8 亿元，同比增长 15.2%，销售均价达 20311 元/平，同比增长 4.1%。在疫情得到控制后，公司通过制定合理的销售策略，及时调度供货，实现全年销售稳增长。公司在华东区域表现亮眼，其中上海、南京的单城市销售规模均突破 200 亿元。公司在上海、杭州、天津、南京、东莞、沈阳、呼和浩特、温州、金华、嘉兴等十几个城市的市场排名均位列前十，深耕效果进一步凸显。

● 新增土储收获颇丰，布局合理

土储端：报告期内，公司通过多元化方式获取土地 116 宗，总投资额约 1350 亿元 (同比+12.5%)，相当于同期销售金额的 55.6%；新增土地储备 1657 万平方米 (同比-1.8%)，占比同期销售面积约 139%。从区域分布来看，新增土储主要分布于东北、华南、华东和东南区域，分别占比 27.5%、19.5%、18.9%和 15.9%。从城市能级来看，一二线占比约 66%，三四线城市占比约 34%。截止报告期末，公司已进入了全国 70 个城市(新进入 9 个)，总土地储备约 6036 万平方米，权益比约 53%，一二线城市占比 71.2%。

● 财务稳健，调整兼具主动与灵活

财务端：公司目前依旧满足“三条红线”的要求，但部分指标有所增长，恰印证在融资新规的约束下，公司可调整的空间更加充分且更加灵活。具体来看，截至 2020 末，公司债务融资余额约 1130 亿元。公司净负债率约 62.53% (较前值+2.29pct)；剔除预收账款的资产负债率约

68.51%(较前值+1.35pct);公司货币资金约 542 亿元(同比增长 20%),剔除受限资金后对一年内到期的有息负债的覆盖倍数约 1.21 倍。融资方面,报告期内,公司成功发行合计 40 亿元的超短期融资券、合计 80 亿元的中期票据以及 30 亿的公司债券。其中,以 8 月发行的 20 亿元 3 年期中期票据为例,发行利率 3.83%;10 月发行的 30 亿元规模的 5 年期公司债,发行利率 3.95%。截至报告期末,债务融资加权平均成本为 4.74%,资融资优势凸显,杠杆水平依然具备调整空间。

● 投资建议

公司 2016 年后,在重点布局城市复苏的基础上,拿地态度转向积极、销售重回快车道;土地储备充裕且布局合理,助力未来销售规模稳步提升。在行业融资端趋紧的背景下,公司有望凭借通畅且多元化的融资渠道、较低的借贷成本、较优的杠杆水平,在未来发展过程中具备更多的主动性。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.64、2.97、3.30 元/股,对应当前股价 PE 分别为 4.5、4.0、3.6 倍。维持“增持”评级。

● 风险提示

重点布局城市调控政策趋严,销售不达预期,新增土储权益比下行等。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 83982 | 96821 | 113968 | 132931 |
| 收入同比 (%) | 32.4% | 15.3% | 17.7% | 16.6% |
| 归属母公司净利润 | 10398 | 11912 | 13413 | 14902 |
| 净利润同比 (%) | 3.2% | 14.6% | 12.6% | 11.1% |
| 毛利率 (%) | 33.1% | 35.7% | 34.1% | 32.8% |
| ROE (%) | 18.1% | 17.2% | 16.2% | 15.3% |
| 每股收益 (元) | 2.30 | 2.64 | 2.97 | 3.30 |
| P/E | 5.86 | 4.55 | 4.04 | 3.64 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 322573 | 354902 | 412989 | 476934 | 营业收入 | 83982 | 96821 | 113968 | 132931 |
| 现金 | 54197 | 63574 | 71180 | 82498 | 营业成本 | 56169 | 62288 | 75149 | 89319 |
| 应收账款 | 434 | 428 | 534 | 622 | 营业税金及附加 | 5740 | 8399 | 9388 | 10833 |
| 其他应收款 | 67025 | 98485 | 111567 | 127819 | 销售费用 | 2136 | 2756 | 3221 | 3703 |
| 预付账款 | 1582 | 1516 | 1805 | 2217 | 管理费用 | 4271 | 5516 | 6364 | 7363 |
| 存货 | 187608 | 179185 | 216182 | 252050 | 财务费用 | -503 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 11728 | 11714 | 11721 | 11729 | 资产减值损失 | -640 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 79056 | 79506 | 79955 | 80404 | 公允价值变动收益 | -536 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 45834 | 45834 | 45834 | 45834 | 投资净收益 | 3823 | 4407 | 5187 | 6051 |
| 固定资产 | 1706 | 2164 | 2621 | 3078 | 营业利润 | 20347 | 22952 | 25844 | 28713 |
| 无形资产 | 23 | 15 | 7 | -1 | 利润总额 | 20034 | 22952 | 25844 | 28713 |
| 其他非流动资产 | 31493 | 31493 | 31493 | 31493 | 所得税 | 4793 | 5492 | 6184 | 6870 |
| 资产总计 | 401630 | 434407 | 492943 | 557338 | 净利润 | 15241 | 17460 | 19660 | 21843 |
| 流动负债 | 228995 | 244313 | 283188 | 325740 | 少数股东损益 | 4843 | 5548 | 6247 | 6941 |
| 短期借款 | 2795 | 2795 | 2795 | 2795 | 归属母公司净利润 | 10398 | 11912 | 13413 | 14902 |
| 应付账款 | 29807 | 29011 | 33971 | 39153 | EBITDA | 15601 | 17861 | 19832 | 21684 |
| 其他流动负债 | 196393 | 212507 | 246422 | 283792 | EPS (元) | 2.30 | 2.64 | 2.97 | 3.30 |
| 非流动负债 | 78597 | 78597 | 78597 | 78597 | | | | | |
| 长期借款 | 41570 | 41570 | 41570 | 41570 | 主要财务比率 | | | | |
| 其他非流动负债 | 37027 | 37027 | 37027 | 37027 | 成长能力 | | | | |
| 负债合计 | 307592 | 322910 | 361785 | 404337 | 营业收入 | 32.4% | 15.3% | 17.7% | 16.6% |
| 少数股东权益 | 36560 | 42108 | 48355 | 55296 | 营业利润 | 3.2% | 12.8% | 12.6% | 11.1% |
| 股本 | 4515 | 4515 | 4515 | 4515 | 归属于母公司净利 | 3.2% | 14.6% | 12.6% | 11.1% |
| 资本公积 | 2736 | 2736 | 2736 | 2736 | 获利能力 | | | | |
| 留存收益 | 50227 | 62139 | 75552 | 90454 | 毛利率 (%) | 33.1% | 35.7% | 34.1% | 32.8% |
| 归属母公司股东权 | 57478 | 69390 | 82803 | 97705 | 净利率 (%) | 12.4% | 12.3% | 11.8% | 11.2% |
| 负债和股东权益 | 401630 | 434407 | 492943 | 557338 | ROE (%) | 18.1% | 17.2% | 16.2% | 15.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 76.6% | 74.3% | 73.4% | 72.5% |
| | | | | | 流动比率 | 1.41 | 1.45 | 1.46 | 1.46 |
| | | | | | 速动比率 | 0.58 | 0.71 | 0.69 | 0.68 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.24 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 193.60 | 226.05 | 213.47 | 213.78 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 1.88 | 2.15 | 2.21 | 2.28 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.30 | 2.64 | 2.97 | 3.30 |
| | | | | | 每股净资产 | 12.73 | 15.37 | 18.34 | 21.64 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。