

结转放缓业绩小幅增长，投资积极财务保持稳健

——2020 年年报点评

事件

- 公司公告 2020 年年报，实现营业收入 2432.1 亿元，同比增长 3.1%；实现归属于上市公司股东的净利润 289.5 亿元，同比增长 3.5%。

核心观点

- 业绩小幅增长，净利率基本稳定。**受疫情影响，公司房地产结转速度放缓，且结转项目主要来自 2017-2018 年获取的高地价项目，毛利率下降 2.4 个 pct 至 32.6%。公司销售费率和管理费率分别为 2.8%和 1.8%，与上年基本持平。随着合作项目进入结转期，公司实现投资收益 61.4 亿元，同时公司税金支出有所下降，综合影响下净利率为 16.5%，同比增长 0.6 个 pct。
- 坚持深耕核心城市，把握窗口加大资源获取力度。**2020 年销售金额 5028.5 亿元，同比增长 8.9%。新获取项目 146 个，投资金额 2353 亿元，同比增长 51.3%，投资强度（投资金额/销售金额）达 47%，由于核心城市占比提升，综合楼板价提升至 7388 元/平，截止 2020 年末，公司拥有土地储备 1.7 亿平方米，其中 38 个核心城市占比 65%，按 2020 年销售均价算货值达 2.5 亿元，可满足公司 3 年左右的销售需求。
- 财务保持稳健作风，分红比例略有下降。**2020 年底，剔除预收账款后资产负债率 68.7%，净负债率 56.6%，现金短债比 1.8，均符合“三道红线”中绿档企业标准。2020 年新增直接债务融资 83.1 亿元，平均成本仅 3.60%。公司有息负债综合成本仅约 4.8%，同比降低 0.2 个 pct，继续保持业内领先优势。公司分红率从 2019 年 35%下降至 30%，主要考虑到政策不确定下对于现金储备的需求增加，但仍处于行业较高水平。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级，调整目标价至 19.67 元（原目标价 20.65 元）。**根据公司年报，由于公司结算速度放缓，我们下调了未来营收增速和毛利率，调整公司 2021-2023 年 EPS 为 2.81/3.22/3.74 元（原预测 21-22 年为 3.47/3.94 元）。可比公司 2021 年估值为 7X，对应目标价 19.67 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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,934	243,095	293,389	333,180	375,193
同比增长(%)	21.3%	3.0%	20.7%	13.6%	12.6%
营业利润(百万元)	50,402	52,265	59,671	68,239	79,349
同比增长(%)	41.6%	3.7%	14.2%	14.4%	16.3%
归属母公司净利润(百万元)	27,959	28,948	33,675	38,497	44,759
同比增长(%)	47.9%	3.5%	16.3%	14.3%	16.3%
每股收益(元)	2.34	2.42	2.81	3.22	3.74
毛利率(%)	35.0%	32.6%	31.9%	31.7%	32.4%
净利率(%)	11.9%	11.9%	11.5%	11.6%	11.9%
净资产收益率(%)	20.1%	17.2%	17.5%	17.7%	18.0%
市盈率	6.2	6.0	5.2	4.5	3.9
市净率	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

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，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021 年 04 月 21 日)	14.16 元
目标价格	19.67 元
52 周最高价/最低价	18.7/13.31 元
总股本/流通 A 股(万股)	1,196,949/1,196,949
A 股市值(百万元)	169,488
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021 年 04 月 22 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.25	-3.41	-7.57	-6.14
相对表现	-0.28	-2.14	-3.21	-26.43
沪深 300	-0.97	-1.27	-4.36	20.29



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

联系人 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

相关报告

把握旺季销售发力，投资节奏基本稳定 2020-11-16
结转提速业绩稳增，销售有望站上新台阶： 2020-11-02
——2020 年三季报点评

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。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
分产品盈利预测						
房地产销售						
销售收入	285,792	336,562	392,427	226,376	273,823	310,406
变动幅度				-20.8%	-18.6%	-20.9%
毛利率	34.2%	34.1%	33.2%	33.5%	32.3%	32.0%
变动幅度				-0.8%	-1.8%	-1.2%
其他主营业务						
销售收入	12,967	14,912	17,149	15,432	17,747	20,409
变动幅度				19.0%	19.0%	19.0%
毛利率	22.5%	22.5%	22.5%	14.3%	20.0%	20.0%
变动幅度				-8.2%	-2.5%	-2.5%
其他						
销售收入	1,226	1,594	2,072	1,400	1,820	2,366
变动幅度				14.2%	14.2%	14.2%
毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	90.3%	90.0%	90.0%
变动幅度				10.3%	10.0%	10.0%
销售收入合计	299,984	353,067	411,647	243,208	293,389	333,180
变动幅度				-18.9%	-16.9%	-19.1%
综合毛利率	33.9%	33.8%	33.0%	32.6%	31.9%	31.7%
变动幅度				-1.3%	-1.9%	-1.3%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
营业收入	299,984	353,067	411,647	243,095	293,389	333,180
变动幅度				-19.0%	-16.9%	-19.1%
营业利润	62,574	73,505	83,660	52,265	59,671	68,239
变动幅度				-16.5%	-18.8%	-18.4%
归属母公司净利润	35,329	41,477	47,190	28,948	33,675	38,497
变动幅度				-18.1%	-18.8%	-18.4%
每股收益（元）	2.95	3.47	3.94	2.42	2.81	3.22
变动幅度				-18.1%	-18.8%	-18.4%
毛利率(%)	33.9%	33.8%	33.0%	32.6%	31.9%	31.7%
变动幅度				-1.4%	-1.9%	-1.3%
净利率(%)	11.8%	11.7%	11.5%	11.9%	11.5%	11.6%

变动幅度

-1.6%

-0.5%

-0.6%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
		2021/4/21	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
万科 A	000002	28.65	3.57	3.94	4.30	4.73	8.0	7.3	6.7	6.1	
招商蛇口	001979	12.03	1.55	1.84	2.10	2.33	7.8	6.5	5.7	5.2	
龙湖集团	0960.HK	50.45	6.76	4.13	4.86	5.58	7.5	12.2	10.4	9.0	
碧桂园	2007.HK	9.62	1.57	1.92	2.21	2.53	6.1	5.0	4.4	3.8	
新城控股	601155	47.09	1.32	8.12	9.50	10.77	35.7	5.8	5.0	4.4	
		最大值					36	12	10	9	
		最小值					6	5	4	4	
		平均数					13	7	6	6	
		调整后平均					8	7	6	5	

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	139,419	146,008	168,462	173,408	189,139	营业收入	235,934	243,095	293,389	333,180	375,193
应收票据及应收账款	1,845	2,452	2,934	3,332	3,752	营业成本	153,450	163,951	199,839	227,559	253,781
预付账款	42,751	42,197	52,810	59,972	67,535	营业税金及附加	21,841	18,495	22,298	24,989	28,139
存货	584,001	741,475	881,244	1,032,640	1,200,958	营业费用	6,681	6,877	8,295	9,063	10,094
其他	168,905	204,094	226,428	250,555	276,029	管理费用及研发费用	4,289	5,576	6,727	7,283	8,132
流动资产合计	936,922	1,136,226	1,331,877	1,519,907	1,737,413	财务费用	2,582	3,160	3,186	3,255	3,328
长期股权投资	59,046	72,550	80,000	90,000	100,000	资产减值损失	1,202	(779)	529	573	637
固定资产	7,472	7,659	15,364	23,168	31,310	公允价值变动收益	713	53	383	383	273
在建工程	495	546	432	457	495	投资净收益	3,702	6,141	6,704	7,307	7,892
无形资产	389	430	344	258	172	其他	98	255	68	90	103
其他	28,884	33,964	33,457	34,352	35,244	营业利润	50,402	52,265	59,671	68,239	79,349
非流动资产合计	96,287	115,149	129,598	148,235	167,221	营业外收入	353	409	376	379	388
资产总计	1,033,209	1,251,375	1,461,476	1,668,142	1,904,634	营业外支出	224	136	180	180	165
短期借款	3,133	4,777	5,000	5,000	5,000	利润总额	50,531	52,538	59,867	68,439	79,572
应付票据及应付账款	113,153	151,483	179,855	204,803	228,403	所得税	12,977	12,490	14,967	17,110	19,893
其他	483,414	595,498	715,689	835,642	969,703	净利润	37,554	40,048	44,900	51,329	59,679
流动负债合计	599,700	751,758	900,545	1,045,445	1,203,106	少数股东损益	9,595	11,100	11,225	12,832	14,920
长期借款	172,072	207,160	228,760	250,360	281,960	归属于母公司净利润	27,959	28,948	33,675	38,497	44,759
应付债券	31,518	25,066	29,883	28,822	27,924	每股收益（元）	2.34	2.42	2.81	3.22	3.74
其他	396	752	752	752	752	主要财务比率					
非流动负债合计	203,986	232,979	259,396	279,935	310,637		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	803,687	984,737	1,159,941	1,325,381	1,513,743	成长能力					
少数股东权益	73,500	86,407	97,632	110,464	125,384	营业收入	21.3%	3.0%	20.7%	13.6%	12.6%
股本	11,933	11,968	11,969	11,969	11,969	营业利润	41.6%	3.7%	14.2%	14.4%	16.3%
资本公积	18,323	18,313	18,313	18,313	18,313	归属于母公司净利润	47.9%	3.5%	16.3%	14.3%	16.3%
留存收益	110,106	129,579	153,441	181,835	215,045	获利能力					
其他	15,660	20,372	20,180	20,180	20,180	毛利率	35.0%	32.6%	31.9%	31.7%	32.4%
股东权益合计	229,522	266,638	301,535	342,761	390,891	净利率	11.9%	11.9%	11.5%	11.6%	11.9%
负债和股东权益总计	1,033,209	1,251,375	1,461,476	1,668,142	1,904,634	ROE	20.1%	17.2%	17.5%	17.7%	18.0%
现金流量表						ROIC	8.3%	7.9%	7.9%	8.2%	8.5%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	37,554	40,048	44,900	51,329	59,679	资产负债率	77.8%	78.7%	79.4%	79.5%	79.5%
折旧摊销	776	286	699	1,070	1,467	净负债率	56.9%	56.6%	51.5%	49.8%	47.5%
财务费用	2,582	3,160	3,186	3,255	3,328	流动比率	1.56	1.51	1.48	1.45	1.44
投资损失	(3,702)	(6,141)	(6,704)	(7,307)	(7,892)	速动比率	0.58	0.52	0.50	0.46	0.44
营运资金变动	(8,168)	(37,925)	(25,275)	(38,756)	(44,751)	营运能力					
其它	10,113	15,722	(432)	(810)	(636)	应收账款周转率	122.5	113.2	109.0	106.4	105.9
经营活动现金流	39,155	15,150	16,373	8,781	11,195	存货周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	(3,580)	(438)	(8,103)	(8,708)	(9,452)	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
长期投资	(8,548)	(15,226)	(7,450)	(10,000)	(10,000)	每股指标（元）					
其他	1,629	8,736	8,128	7,690	8,165	每股收益	2.34	2.42	2.81	3.22	3.74
投资活动现金流	(10,498)	(6,927)	(7,425)	(11,017)	(11,287)	每股经营现金流	3.28	1.27	1.37	0.73	0.94
债权融资	6,250	25,541	26,281	20,539	30,702	每股净资产	13.03	15.06	17.04	19.41	22.18
股权融资	3,115	25	2	0	0	估值比率					
其他	(12,200)	(27,443)	(12,776)	(13,358)	(14,877)	市盈率	6.2	6.0	5.2	4.5	3.9
筹资活动现金流	(2,835)	(1,878)	13,506	7,182	15,824	市净率	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
汇率变动影响	76	(40)	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	5.6	5.4	4.7	4.1	3.6
现金净增加额	25,899	6,306	22,455	4,945	15,731	EV/EBIT	5.6	5.4	4.8	4.2	3.6

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，东证资管仍持有保利地产(600048)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