

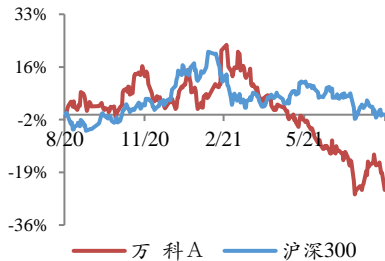
# 结算毛利率下行业绩波动，投拓与多元发展积极

**投资评级：买入（维持）**

报告日期： 2021-08-31

收盘价（元）	19.43
近12个月最高/最低（元）	31.68/19.43
总股本（百万股）	11,625
流通股本（百万股）	9,718
流通股比例（%）	83.59
总市值（亿元）	2,259
流通市值（亿元）	1,888

## 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.【华安地产】万科A (000002.SZ): 千岩万转路未定，大道当然再显峥嵘 2021-08-17

## 主要观点：

### ● 事件

公司发布2021年半年度报告：上半年实现营业收入1671.1亿元，同比增长14.2%；归母净利润110.5亿元，同比下降11.7%；基本每股收益0.95元。

### ● 销售维持增长，低毛利项目进入结算期致利润水平短期承压

**a) 销售规模保持增长。**报告期内，公司实现销售金额3544.3亿元，同比增长10.6%；销售面积2191.7万方，同比增长5.5%。**b) 毛利率下行带动净利润承压。**受地产开发业务利润率下降影响，公司整体毛利率为22.94%，同比下降8.87 pct，净利率为9.98%，同比下降3.05 pct。**c) 结算收入有所提升。**报告期内，公司房地产开发及相关配套业务收入1558.7亿元（同比+48.8%）；实现房地产开发业务结算收入1443.3亿元（同比+11.9%）。**d) 已售未结资源规模上升。**截至报告期末，公司合并报表范围内已售未结资源5377.7万方（同比+13.4%），合同金额7819.1亿元（同比+12.5%），未来业绩有望持续释放。

### ● 拿地坚持理性投资原则，兼顾投资质量与发展需要

**土储端公司坚持量入为出，在优先保障投资质量的前提下适度补充项目资源。****a) 公司在手项目资源保持在合理水平，为未来发展提供支撑。**截至报告期末，在建项目和规划中项目总建面1.61亿方（同比+2.2%）。其中，在建项目总建面1.13亿方（同比+2.4%），规划中项目总建面4783万方（同比+1.8%）。此外，城市更新项目权益建面达340万方（同比-41.7%）。**b) 新增投资金额92%位于一二线城市，**报告期内，公司新增95个项目，新增计容建面1506万方（同比+53.6%）；新增项目总地价1126亿元，均价为7480元/m<sup>2</sup>。

### ● “三条红线”绿档达标，坚持一贯财务稳健策略

截至报告期末，公司总资产规模达1.96万亿，同比+8.24%；净资产3637亿，同比+24.85%；货币资金1952亿元，同比+0.46%。各项指标均符合“三条红线”中绿档企业标准，其中剔除预收账款资产负债率69.7%，净负债率20.2%，现金短债比约1.67。截至报告期末，公司有息负债金额为2687亿元，较年初增加102亿元，占总资产比例13.7%，持续优化债务结构。

### ● 与城市发展协同，多元化业务经营能力不断提升

**公司战略升级，从“城市配套服务商”到“城乡建设与生活服务商”，前瞻性布局物业、商业、物流、长租公寓等业务，多元化业务保持良好发展势头。****1) 物业服务：**报告期内，万物云实现全口径营业收入103.8亿元，同比增长33.3%。其中，社区空间服务已布局105个城市，服务3490个项目；商企空间服务项目超1900个；城市空间服务覆盖21个城市，累计获取31个项目。**2) 商业开发与运营：**报告期内，商业(含非并表项目)业务营业收入36.3亿元，同比增长19.0%，累计开业项目建筑面积989万方（同比+18.3%）；开业3年以上项目出租率93.9%，

营收 Top10 项目平均出租率 98.5%。**3) 物流仓储服务:** 报告期内, 万纬物流管理项目 (含非并表项目) 营业收入 13.4 亿元, 同比增长 64%, 其中高标库营业收入 9.2 亿元, 冷库营业收入 4.2 亿元, 同比均增长 64%。截至报告期末, 已覆盖 44 个城市管理 148 个项目, 累计开业项目建筑面积 797 万方, 规划中和在建物流仓储面积 352 万方。**4) 租赁住宅:** 报告期内, 营业收入 13.2 亿元, 同比增长 25.6%。截至报告期末, 泊寓现已布局全国 33 个城市, 累计开业 14.8 万间, 已开业项目整体间天出租率达 95%, 规模位列集中式公寓全国第一。

● **投资建议**

公司坚持“城乡建设与生活服务商”战略转型, 土储资源充裕且结构合理, 财务稳健, 符合“绿档”要求, 融资成本处于行业较优水平。在行业增速放缓的大背景下, 公司凭借多元化业务与主营业务联动, 协同效应实现稳步增长并逐步进入回报期。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 3.69/3.97/4.23 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 5.27/4.90/4.60 倍。

● **风险提示**

销售不达预期、调控政策超预期收紧、融资成本上行、利润率下行、新增项目权益比降低等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	419112	473851	522824	570723
收入同比 (%)	13.9%	13.1%	10.3%	9.2%
归属母公司净利润	41516	42852	46104	49136
净利润同比 (%)	6.8%	3.2%	7.6%	6.6%
毛利率 (%)	29.2%	25.5%	25.1%	25.2%
ROE (%)	18.5%	16.0%	14.7%	13.6%
每股收益 (元)	3.62	3.69	3.97	4.23
P/E	8.04	5.27	4.90	4.60
P/B	1.49	0.84	0.72	0.62
EV/EBITDA	5.40	3.42	2.68	1.78

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	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1547387	1983248	2172246	2381307	<b>营业收入</b>	419112	473851	522824	570723
现金	195231	245515	285733	337023	营业成本	296541	352883	391701	426954
应收账款	2992	2966	3351	3699	营业税金及附加	27237	26062	28755	31390
其他应收款	249499	306956	328858	359355	销售费用	10637	10899	12286	13412
预付账款	62248	110085	115725	122404	管理费用	10288	10425	12286	12556
存货	1002063	1283201	1403056	1522639	财务费用	5145	4877	4800	4383
其他流动资产	35355	34525	35523	36186	资产减值损失	-1981	-1865	-1650	-2660
<b>非流动资产</b>	321790	324508	325781	325793	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	141895	141895	141895	140565	投资净收益	13512	16585	18299	15980
固定资产	12577	14877	16230	17703	<b>营业利润</b>	79959	83520	89695	95427
无形资产	6088	7428	8424	9505	营业外收入	999	483	456	498
其他非流动资产	161230	160308	159232	158020	营业外支出	1282	609	570	601
<b>资产总计</b>	1869177	2307756	2498027	2707101	<b>利润总额</b>	79676	83394	89581	95324
<b>流动负债</b>	1317493	1701464	1832683	1978275	所得税	20378	22187	23729	25142
短期借款	25112	26125	27328	28314	<b>净利润</b>	59298	61207	65851	70182
应付账款	295685	368619	402968	441487	少数股东损益	17783	18355	19748	21047
其他流动负债	996697	1306721	1402388	1508474	<b>归属母公司净利润</b>	41516	42852	46104	49136
<b>非流动负债</b>	201840	195240	188440	181740	EBITDA	78519	76151	79981	88590
长期借款	132037	128737	125237	121837	EPS (元)	3.62	3.69	3.97	4.23
其他非流动负债	69803	66503	63203	59903					
<b>负债合计</b>	1519333	1896704	2021123	2160015					
少数股东权益	125334	143689	163436	184483	<b>主要财务比率</b>				
股本	11618	11618	11618	11618	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	18554	18554	18554	18554	<b>成长能力</b>				
留存收益	194339	237191	283295	332430	营业收入	13.9%	13.1%	10.3%	9.2%
归属母公司股东权益	224511	267363	313467	362603	营业利润	4.4%	4.5%	7.4%	6.4%
<b>负债和股东权益</b>	1869177	2307756	2498027	2707101	归属于母公司净利	6.8%	3.2%	7.6%	6.6%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	29.2%	25.5%	25.1%	25.2%
					净利率 (%)	9.9%	9.0%	8.8%	8.6%
					ROE (%)	18.5%	16.0%	14.7%	13.6%
					ROIC (%)	8.6%	7.8%	7.6%	7.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	81.3%	82.2%	80.9%	79.8%
					净负债比率 (%)	434.3%	461.4%	423.8%	394.8%
					流动比率	1.17	1.17	1.19	1.20
					速动比率	0.36	0.34	0.35	0.37
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.22	0.21	0.21	0.21
					应收账款周转率	140.06	159.76	156.00	154.28
					应付账款周转率	1.00	0.96	0.97	0.97
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.62	3.69	3.97	4.23
					每股经营现金流(薄)	4.58	4.73	3.53	4.64
					每股净资产	19.31	23.00	26.96	31.19
					<b>估值比率</b>				
					P/E	8.04	5.27	4.90	4.60
					P/B	1.49	0.84	0.72	0.62
					EV/EBITDA	5.40	3.42	2.68	1.78

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。