

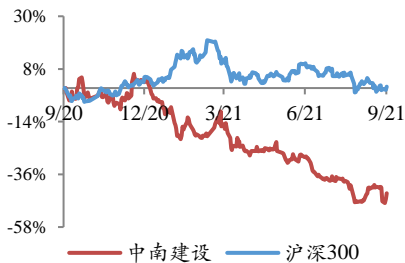
## 双主业均衡高质发展，偿债指标多维改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-09-01

收盘价（元）	4.87
近12个月最高/最低（元）	9.20/4.52
总股本（百万股）	3,827
流通股本（百万股）	3,811
流通股比例（%）	99.60
总市值（亿元）	186
流通市值（亿元）	186

### 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. 补货积极为成长续航，单月销售增速回落 2020-12-04

2. 业绩高增印证成长，杠杆下行彰显管控 2020-10-30 2020-10-30

3. 美好就现在，成长引擎全开 2020-09-25

### 主要观点：

#### ● 事件

公司发布2021年半年度报告：实现营业总收入384.82亿元，同比增长29.6%；归母净利润17.48亿元，同比减少14.72%；基本每股收益0.46元。

#### ● 房地产业务：销售金额、面积实现双位数增长

**a) 销售与市场保持同频增长。**上半年全国商品房销售面积和金额同比分别增长27.7%、38.9%。截止报告期末，公司销售额达1089.8亿元，同比增长33.9%，销售面积达790.1万平方米，同比增长29.7%。**b) 区域经营结构保持稳定，多线城市共同经营。**一、二线城市销售面积占总销售面积的32%，销售金额占总销售金额的比例为36%，着重经营长三角地区。可竣工资源总面积4740万平方米，同比增加7.5%。其中一二线城市面积占比约33%，三四线城市面积占比约67%。**c) 利润阶段性承压，费用率上升。**房地产业务毛利率为19.06%，同比下降0.34pct，利润水平短期承压源于结算结构差异及非并表项目投资收益减少。同时为应对调控，相关费率有所增加，其中销售费用率为2.50%，同比增长0.14pct；财务费用率1.49%，同比增长3pct。

#### ● 建筑业务：加快转型升级，增强周期穿越能力

截至报告期末，实现营业收入113.5亿元，同比增长17.2%。受原材料价格上涨影响，建筑业务毛利率为8.28%，同比下降2.82pct。新承接（中标）项目合同总金额为153.1亿元，同比增长3.3%。在“双循环”的大背景下，建筑行业面临升级迭代，公司将继续加快智慧建造，向绿色施工转型，积极争取发展机会，推动事业可持续发展。

#### ● 负债指标持续优化，三条红线转绿在即

截至报告期末，公司有息负债767.6亿元，较2020年末减少31.5亿元。同时公司坚持不依赖有息负债发展模式，短期借款和一年内到期的非流动负债209.0亿元，较2020年末下降2.02pct。**“三条红线”指标中剔除预收账款资产负债率77.42%，净负债率95.27%，现金短债比约1.03，处于“黄档”。**公司将在下半年持续优化资产负债表。

#### ● 坚持大众主流住宅定位，发展业务协同优势

**a) 坚持大众主流住宅的产品定位，完善地区布局。**持续完善聚焦长三角、珠三角以及内地人口密集核心城市布局，适度增加一、二线城市的资源占比，控制中小城市的单项目规模，不断加强公司的运营能力。项目获取到销售的平均周期保持在7个月左右，为业绩持续增长提供保障。**b) 业务协同优势凸显。**公司业务涵盖住宅开发，酒店管理，工程总承包，建筑安装等，合作构建了轨道交通、市政路桥、等基础设施建设以及商业、酒店、产业园区运营等组成的完整产业格局，具备承接各种城市综合运营项目的的能力，有其他单一类型企业难以具备的优势。

**● 投资建议**

公司继续深化长期主义战略观，坚持“地产+建筑”双主业发展战略，实现规模增速和经营质量有效平衡。土储资源充裕且重点布局长三角地区。公司降杠杆效果显著未来公司业务协同优势逐步释放，多业态覆盖承接各种城市综合运营项目，具备更强穿越地产周期能力。预计公司 2021~2023 年 EPS 为 1.89、2.03、2.19 元/股，对应当前股价 PE 分别为 2.6、2.4、2.2 倍，维持“买入”评级。

**● 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	78601	97225	118515	137554
收入同比 (%)	9%	24%	22%	16%
归属母公司净利润	7078	7223	7778	8367
净利润同比 (%)	70%	2%	8%	8%
毛利率 (%)	17.3%	17.4%	17.8%	17.4%
ROE (%)	25%	20%	18%	16%
每股收益 (元)	1.85	1.89	2.03	2.19
P/E	4.77	2.58	2.40	2.23

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
货币资金	32861	32280	27351	24395	营业收入	78601	97225	118515	137554
交易性金融资产	227	227	227	227	营业成本	65009	80345	97400	113659
应收账款及应收票	9548	14917	18183	21104	营业税金及附加	1956	2333	3117	3576
存货	184375	220125	266850	311395	销售费用	1730	1945	2560	3026
预付账款	6666	8238	9987	11654	管理费用	2821	5056	6874	7978
其他流动资产	66146	81292	98223	113647	财务费用	550	862	1029	1276
<b>流动资产</b>	<b>299822</b>	<b>357079</b>	<b>420821</b>	<b>482423</b>	资产减值损失	-498	0	0	0
长期股权投资	27055	27055	27055	27055	公允价值变动收益	289	0	0	0
投资性房地产	6361	8303	10244	12186	资产处置收益	14	16	20	23
固定资产合计	3236	3206	3175	3145	投资收益	4290	3792	3792	4127
递延所得税资产	2019	2019	2019	2019	<b>营业利润</b>	<b>10667</b>	<b>10594</b>	<b>11473</b>	<b>12334</b>
其他非流动资产	20122	20183	20259	20330	营业外收支	-150	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>359253</b>	<b>418588</b>	<b>484370</b>	<b>548010</b>	<b>利润总额</b>	<b>10517</b>	<b>10594</b>	<b>11473</b>	<b>12334</b>
<b>流动负债</b>	<b>253201</b>	<b>304608</b>	<b>361826</b>	<b>416264</b>	所得税	2713	2673	2910	3131
短期借款	10557	10557	10557	10557	<b>净利润</b>	<b>7804</b>	<b>7922</b>	<b>8563</b>	<b>9202</b>
应付票据及应付账	42107	52041	63088	73619	少数股东损益	726	699	785	836
其他流动负债	191889	231315	275159	316958	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7078</b>	<b>7223</b>	<b>7778</b>	<b>8367</b>
<b>非流动负债</b>	<b>57690</b>	<b>57690</b>	<b>57690</b>	<b>57690</b>	EPS (元)	1.85	1.89	2.03	2.19
长期借款	43069	43069	43069	43069	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	13462	13462	13462	13462	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
递延所得税负债	698	698	698	698	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	461	461	461	461	营业收入	78601	97225	118515	137554
<b>负债合计</b>	<b>310890</b>	<b>362297</b>	<b>419516</b>	<b>473954</b>	营业利润	13592	16880	21115	23895
归属于母公司的所	28701	35929	43707	52074	归属于母公司净利	7078	7223	7778	8367
所有者权益					<b>获利能力</b>				
少数股东权益	19662	20361	21147	21982	毛利率 (%)	17.29	17.36	17.82	17.37
<b>股东权益</b>	<b>48363</b>	<b>56290</b>	<b>64854</b>	<b>74056</b>	ROE (%)	25	20	18	16
<b>现金流量表</b>					ROIC (%)	4	4	4	4
单位:百万元					<b>资产管理能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	存货周转天数	1035	1000	1000	1000
非现金支出	1162	237	230	232	总资产周转天数	1668	1571	1492	1454
<b>经营活动现金流</b>	<b>8467</b>	<b>-2074</b>	<b>-3328</b>	<b>-1693</b>	<b>偿债能力</b>				
投资	-10494	-1942	-1942	-1942	资产负债率 (%)	86.5	86.6	86.6	86.5
资本性支出	-5165	-357	-309	-305	流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
其他	1749	3792	3792	4127	速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-13910</b>	<b>1493</b>	<b>1542</b>	<b>1880</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
筹资成本	-7921	-5	-3143	-3143	每股收益	1.85	1.89	2.03	2.19
其他	-48106	0	0	0	PE	4.77	2.58	2.40	2.23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>13717</b>	<b>0</b>	<b>-3143</b>	<b>-3143</b>	PB	1.18	0.52	0.43	0.36
<b>现金净流量</b>	<b>8246</b>	<b>-581</b>	<b>-4929</b>	<b>-2956</b>	EV/EBITDA	10.57	8.60	8.18	7.85
期初现金	16168	32861	32280	27351					
期末现金	24415	32280	27351	24395					

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。