

## 业绩负增长，毛利率持续承压

——2021 年半年报点评

## 事件

- 公司公告 2021 年半年报，实现营业收入 1671.1 亿元，同比增长 14.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 110.5 亿元，同比下降 11.7%。

## 核心观点

- 结算毛利率下滑叠加结算收入增速放缓，导致业绩负增长。**公司 21H1 房地产开发及相关资产经营业务毛利率（扣除营业税金及附加）为 18.0%，比去年同期下降 5.6pcts。Q2 毛利率（扣除营业税金及附加）为 19.5%，环比上升 3.5pcts。毛利率下滑，叠加结算收入增长放缓，使得净利润出现负增长。结算收入增速放缓很大程度上与公司过去几年将资源投放到持有型不动产的战略相关，导致整体合同销售额增速放缓。我们预计 21 年毛利率不会低于 Q1 水平；考虑到 20 年销售毛利率较 19 年仍有小幅下滑，预计 22 年毛利率仍有下行压力（结算通常滞后于销售两年），但不会明显低于 21 年。
- 资债指标稳健。**截至 21H1，公司剔除预资产负债率 69.7%，净负债率 20.2%，扣除受限资金的现金短债比 1.67，符合绿档标准。融资环境恶化，房企信用利差扩张背景下，公司稳健的经营风格将有利于市占率缓慢提升。
- 战略调整，看好商业资产经营质量改善，隐性价值显性化。**商业不动产投入早，存量较大，但由于经营效率欠佳，其价值未在市值中体现出来，甚至拖累开发业务。近期集团 COO 王海武调任印力总裁，推动“开发经营服务并重”的战略调整，表明集团突破商业业务的决心。随着资产经营效率提高，有望推动市值提升。

## 财务预测与投资建议

- 维持买入评级，调整目标价至 25.62 元（原目标价 37.04 元）。**根据公司半年报，预计结算毛利率持续承压，我们下调了未来毛利率，调整公司 21-23 年 EPS 为 3.36/3.22/3.48 元（原预测 21-23 年为 3.94/4.39/4.99 元）。可比公司 2021 年估值为 5.9X，考虑到公司更积极拓展资管类业态的项目，向轻资产化运营，我们给予 30% 估值溢价，对应目标价 25.62 元。

## 风险提示

- 销售毛利率持续恶化；房地产调控超预期。

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,894	419,112	479,438	536,129	595,375
同比增长(%)	23.6%	13.9%	14.4%	11.8%	11.1%
营业利润(百万元)	76,613	79,959	75,606	72,575	78,454
同比增长(%)	13.5%	4.4%	-5.4%	-4.0%	8.1%
归属母公司净利润(百万元)	38,872	41,516	39,005	37,415	40,510
同比增长(%)	15.1%	6.8%	-6.0%	-4.1%	8.3%
每股收益(元)	3.34	3.57	3.36	3.22	3.48
毛利率(%)	36.2%	29.2%	25.9%	23.4%	23.5%
净利率(%)	10.6%	9.9%	8.1%	7.0%	6.8%
净资产收益率(%)	22.6%	20.1%	16.3%	14.1%	13.9%
市盈率	5.9	5.5	5.9	6.2	5.7
市净率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8

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09月01日)	20.82 元
目标价格	25.62 元
52 周最高价/最低价	32.72/19 元
总股本/流通 A 股(万股)	1,162,538/1,161,874
A 股市值(百万元)	242,040
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021 年 09 月 02 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.24	5.34	-17.73	-20
相对表现	-2.65	6.13	-6.57	-23.62
沪深 300	2.41	-0.79	-11.16	3.62



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 赵旭翔

 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860521070001

**联系人** 苏若琳

suruolin@orientsec.com.cn

**联系人** 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩稳定分红比例提升，多元化业务发展喜	2021-04-03
人：——2020 年年报点评	
销售增势延续，拿地权益比例明显提升	2021-03-10
销售取得开门红，拿地力度明显增强	2021-02-23

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：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		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>分产品盈利预测</b>						
<b>房地产销售</b>						
销售收入	440,568	511,659	561,244	456,303	505,665	553,739
变动幅度				3.6%	-1.2%	-1.3%
毛利率	29.5%	29.7%	30.7%	25.8%	23.3%	23.4%
变动幅度				-3.7%	-6.4%	-7.3%
<b>物业管理</b>						
销售收入	20,062	27,084	37,917	20,062	27,084	37,917
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>其他业务</b>						
销售收入	3,073	3,381	3,719	3,073	3,381	3,719
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>销售收入合计</b>	<b>463,704</b>	<b>542,123</b>	<b>602,880</b>	<b>479,438</b>	<b>536,129</b>	<b>595,375</b>
变动幅度				3.4%	-1.1%	-1.2%
<b>综合毛利率</b>	<b>29.4%</b>	<b>29.4%</b>	<b>30.3%</b>	<b>25.9%</b>	<b>23.4%</b>	<b>23.5%</b>
变动幅度				-3.5%	-6.0%	-6.8%

数据来源：东方证券研究所

**图 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		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	463,704	542,123	602,880	479,438	536,129	595,375
变动幅度				3.4%	-1.1%	-1.2%
营业利润	88,604	98,719	112,230	76,027	72,451	77,984
变动幅度				-14.2%	-26.6%	-30.5%
归属母公司净利润	45,738	50,958	58,006	39,224	37,351	40,266
变动幅度				-14.2%	-26.7%	-30.6%
每股收益（元）	3.93	4.38	4.99	3.36	3.22	3.48
变动幅度				-14.7%	-26.6%	-30.2%
毛利率(%)	29.4%	29.4%	30.3%	25.9%	23.4%	23.5%
变动幅度				-3.5%	-6.0%	-6.8%
净利率(%)	9.9%	9.4%	9.6%	8.2%	7.0%	6.8%
变动幅度				-1.7%	-2.4%	-2.8%

数据来源：东方证券研究所

**图 3：可比公司估值**

公司	代码	最新价格（元）					EPS					PE			
		2021/9/1	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
保利地产	600048	12.14	2.42	2.60	2.86	3.16	5.0	4.7	4.2	3.8					
招商蛇口	001979	10.40	1.50	1.77	2.02	2.02	6.9	5.9	5.1	5.1					
华润置地	1109.HK	24.24	4.18	4.45	4.96	5.57	5.8	5.4	4.9	4.4					
龙湖集团	0960.HK	29.30	3.34	4.15	4.86	5.50	8.8	7.1	6.0	5.3					
旭辉控股集团	0884.HK	4.35	0.96	1.10	1.26	1.43	4.5	3.9	3.5	3.0					
建发国际集团	1908.HK	14.16	1.75	2.33	2.96	3.03	8.1	6.1	4.8	4.7					
绿城中国	3900.HK	9.83	1.04	1.22	1.44	1.73	9.4	8.1	6.8	5.7					
	最大值						9.4	8.1	6.8	5.7					
	最小值						4.5	3.9	3.5	3.0					
	平均数						6.9	5.9	5.0	4.6					

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	166,195	195,231	215,747	241,258	267,919	营业收入	367,894	419,112	479,438	536,129	595,375
应收票据、账款及款项融资	2,017	3,002	3,423	3,828	4,251	营业成本	234,550	296,541	355,259	410,435	455,469
预付账款	97,796	62,248	71,916	80,419	89,306	营业税金及附加	32,905	27,237	33,561	37,529	41,676
存货	897,019	1,002,063	1,136,827	1,272,350	1,411,954	营业费用	9,044	10,637	12,181	12,263	13,170
其他	275,963	284,844	279,381	280,215	281,086	管理费用及研发费用	12,085	10,954	12,740	14,211	19,052
<b>流动资产合计</b>	<b>1,438,989</b>	<b>1,547,387</b>	<b>1,707,295</b>	<b>1,878,070</b>	<b>2,054,516</b>	财务费用	5,736	5,145	4,575	4,664	4,949
长期股权投资	130,476	141,895	141,895	141,895	141,895	资产、信用减值损失	1,866	2,205	381	801	589
固定资产	12,400	12,577	11,879	11,180	10,481	公允价值变动收益	(69)	5	0	0	0
在建工程	4,180	3,237	6,458	9,679	12,899	投资净收益	4,984	13,512	14,863	16,349	17,984
无形资产	5,270	6,088	5,441	4,544	3,397	其他	(10)	48	0	0	0
其他	138,615	157,993	165,694	175,694	185,694	<b>营业利润</b>	<b>76,613</b>	<b>79,959</b>	<b>75,606</b>	<b>72,575</b>	<b>78,454</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>290,940</b>	<b>321,790</b>	<b>331,366</b>	<b>342,991</b>	<b>354,366</b>	营业外收入	715	999	730	815	848
<b>资产总计</b>	<b>1,729,929</b>	<b>1,869,177</b>	<b>2,038,661</b>	<b>2,221,061</b>	<b>2,408,882</b>	营业外支出	789	1,282	1,035	1,159	1,097
短期借款	15,365	25,112	26,480	52,611	66,777	<b>利润总额</b>	<b>76,539</b>	<b>79,676</b>	<b>75,300</b>	<b>72,231</b>	<b>78,205</b>
应付票据及应付账款	268,222	296,292	362,364	418,644	464,578	所得税	21,408	20,378	19,578	18,780	20,333
其他	989,023	996,090	1,054,314	1,114,504	1,197,449	<b>净利润</b>	<b>55,132</b>	<b>59,298</b>	<b>55,722</b>	<b>53,451</b>	<b>57,872</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,272,610</b>	<b>1,317,493</b>	<b>1,443,158</b>	<b>1,585,760</b>	<b>1,728,804</b>	少数股东损益	16,260	17,783	16,717	16,035	17,362
长期借款	114,320	132,037	132,037	132,037	132,037	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>38,872</b>	<b>41,516</b>	<b>39,005</b>	<b>37,415</b>	<b>40,510</b>
应付债券	49,646	43,576	43,576	43,576	43,576	每股收益(元)	3.34	3.57	3.36	3.22	3.48
其他	22,775	26,227	24,590	24,590	24,590						
<b>非流动负债合计</b>	<b>186,740</b>	<b>201,840</b>	<b>200,203</b>	<b>200,203</b>	<b>200,203</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,459,350</b>	<b>1,519,333</b>	<b>1,643,361</b>	<b>1,785,963</b>	<b>1,929,007</b>						
少数股东权益	82,521	125,334	142,050	158,085	175,447						
实收资本(或股本)	11,302	11,618	11,618	11,618	11,618						
资本公积	12,384	18,554	18,554	18,554	18,554						
留存收益	166,178	195,883	223,078	246,841	274,256						
其他	(1,806)	(1,544)	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>270,579</b>	<b>349,844</b>	<b>395,300</b>	<b>435,099</b>	<b>479,875</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,729,929</b>	<b>1,869,177</b>	<b>2,038,661</b>	<b>2,221,061</b>	<b>2,408,882</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	55,132	59,298	55,722	53,451	57,872
折旧摊销	1,906	2,265	2,346	2,596	2,846
财务费用	5,736	5,145	4,575	4,664	4,949
投资损失	(4,984)	(13,512)	(14,863)	(16,349)	(17,984)
营运资金变动	(40,534)	(22,707)	(15,305)	(29,595)	(21,495)
其它	28,431	22,698	2,587	801	589
<b>经营活动现金流</b>	<b>45,687</b>	<b>53,188</b>	<b>35,062</b>	<b>15,567</b>	<b>26,776</b>
资本支出	(6,310)	(2,481)	(4,221)	(4,221)	(4,221)
长期投资	(20,457)	(17,809)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他	(1,860)	26,087	14,693	16,349	17,984
<b>投资活动现金流</b>	<b>(28,627)</b>	<b>5,797</b>	<b>472</b>	<b>2,129</b>	<b>3,763</b>
债权融资	6,075	(8,597)	0	0	0
股权融资	4,642	6,486	0	0	0
其他	(44,055)	(30,393)	(15,017)	7,816	(3,878)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(33,338)</b>	<b>(32,504)</b>	<b>(15,017)</b>	<b>7,816</b>	<b>(3,878)</b>
汇率变动影响	349	(557)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(15,930)</b>	<b>25,924</b>	<b>20,516</b>	<b>25,511</b>	<b>26,661</b>

  

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.6%	13.9%	14.4%	11.8%	11.1%
营业利润	13.5%	4.4%	-5.4%	-4.0%	8.1%
归属于母公司净利润	15.1%	6.8%	-6.0%	-4.1%	8.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.2%	29.2%	25.9%	23.4%	23.5%
净利率	10.6%	9.9%	8.1%	7.0%	6.8%
ROE	22.6%	20.1%	16.3%	14.1%	13.9%
ROIC	11.7%	11.1%	9.4%	8.3%	8.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.4%	81.3%	80.6%	80.4%	80.1%
净负债率	34.7%	18.9%	11.8%	10.9%	7.3%
流动比率	1.13	1.17	1.18	1.18	1.19
速动比率	0.42	0.41	0.39	0.38	0.37
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	205.9	168.3	149.5	147.9	147.4
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	0.3	0.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.34	3.57	3.36	3.22	3.48
每股经营现金流	4.04	4.58	3.02	1.34	2.30
每股净资产	16.18	19.31	21.78	23.83	26.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	5.9	5.5	5.9	6.2	5.7
市净率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	2.6	2.5	2.6	2.7	2.5
EV/EBIT	2.6	2.5	2.7	2.8	2.6

资料来源：东方证券研究所

## 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](http://www.dfzq.com.cn)