

# 销售投资稳定结转承压，增持彰显管理层信心

——2021年三季度点评



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月29日)	12.56元
目标价格	16.18元
52周最高价/最低价	16.92/9.17元
总股本/流通A股(万股)	1,197,011/1,197,011
A股市值(百万元)	150,345
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年10月29日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.39	-9.05	33.46	-15.15
相对表现	-5.52	-11.94	37.02	-18.37
沪深300	-2.87	2.89	-3.56	3.22



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 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

联系人 苏若琳

suruolin@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩小幅增长，拿地下沉，融资优势凸显： 2021-08-25  
——2021年半年报点评  
结转放缓业绩小幅增长，投资积极财务保持 2021-04-22  
稳健：——2020年年报点评

## 事件

- 公司发布2021年三季报，2021年前三季度实现营收1383.9亿元，同比增长17.9%，归母净利润135.8亿元，同比增长2.9%。

## 核心观点

- **营收平稳增长，结转利润率承压。**2021年前三季度实现营收平稳增长，业绩增速略低于营收，主要由于年内结转项目毛利率为29.2%，较去年同期下降4.2个pct。从费率来看，销售管理财务费率分别下降0.1、0.3和0.7个pct，体现出公司优秀的经营能力。从单季度来看，三季度实现营收484.7亿元，同比增长10.9%，归母净利润32.9亿元，同比增长6.7%，单季度结转略有放缓。
- **销售稳健增长，投资节奏稳定聚焦。**2021年前三季度，公司累计实现销售面积2543.7万平方米，同比增长4.1%；累计实现销售金额4102.3亿元，同比增长11.7%，全年销售有望再创新高。拿地方面，公司坚持以销定投，累计投资1434亿元，拿地面积2184万方，38个核心城市拿地金额占比达75%；平均楼板价6566元/平，以同期售价计地货比达2.5，推算后续销售利润率下滑压力不大。
- **保持优异财务结构，增持彰显管理层信心。**2021年前三季度公司实现销售回款3672亿，回款率达89.5%，在市场下行期依旧保持优异回款。三道红线指标中扣除预收账款后资产负债率为65.6%，净负债率67.6%，现金短债比2.3，财务稳健继续保持绿档。公司于2021年8月发布公告以来，公司实际控制人累计增持50万股，公司董事长及公司董事、监事、高级管理人员累计增持575.8万元，底部增持彰显管理层长期信心。

## 财务预测与投资建议

- 维持买入评级，上调目标价至16.18元（原目标价14.09元）。我们维持公司2021-2023年EPS预测值为2.61/2.82/3.07元，可比公司2021年估值为6.2X，对应目标价16.18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	58,529	63,287	68,709
同比增长(%)	41.6%	3.7%	12.0%	8.1%	8.6%
归属母公司净利润(百万元)	27,959	28,948	31,271	33,807	36,706
同比增长(%)	47.9%	3.5%	8.0%	8.1%	8.6%
每股收益(元)	2.34	2.42	2.61	2.82	3.07
毛利率(%)	35.0%	32.6%	31.5%	30.2%	29.5%
净利率(%)	11.9%	11.9%	10.7%	10.1%	9.8%
净资产收益率(%)	20.1%	17.2%	16.4%	15.8%	15.3%
市盈率	5.5	5.3	4.9	4.6	4.2
市净率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

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：可比公司估值**

公司	代码	最新价格（元）		每股收益（元）			市盈率			
		2021/10/28	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
万科 A	000002	19.13	3.57	3.58	3.81	4.14	5.4	5.3	5.0	4.6
招商蛇口	001979	10.96	1.55	1.76	1.99	2.23	7.1	6.2	5.5	4.9
龙湖集团	0960.HK	38.20	6.76	4.18	4.92	5.73	5.7	9.1	7.8	6.7
华润置地	1109.HK	31.25	4.18	4.45	4.96	5.57	7.5	7.0	6.3	5.6
新城控股	601155	35.95	1.32	8.16	9.34	10.49	27.2	4.4	3.8	3.4
	最大值						27.2	9.1	7.8	6.7
	最小值						5.4	4.4	3.8	3.4
	平均数						10.6	6.4	5.7	5.0
	调整后平均						6.7	6.2	5.6	5.0

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	169,809	180,321	205,671	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	200,998	232,613	264,697
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	880,084	1,026,427	1,183,829	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
<b>流动资产合计</b>	<b>936,922</b>	<b>1,136,226</b>	<b>1,332,065</b>	<b>1,520,607</b>	<b>1,736,816</b>	财务费用	2,582	3,160	3,172	3,173	3,094
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)	525	554	596
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	<b>营业利润</b>	<b>50,402</b>	<b>52,265</b>	<b>58,529</b>	<b>63,287</b>	<b>68,709</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>96,287</b>	<b>115,149</b>	<b>129,598</b>	<b>148,235</b>	<b>167,221</b>	营业外收入	353	409	376	379	388
<b>资产总计</b>	<b>1,033,209</b>	<b>1,251,375</b>	<b>1,461,663</b>	<b>1,668,842</b>	<b>1,904,037</b>	营业外支出	224	136	180	180	165
短期借款	3,133	4,777	5,000	5,000	5,000	<b>利润总额</b>	<b>50,531</b>	<b>52,538</b>	<b>58,726</b>	<b>63,487</b>	<b>68,932</b>
应付票据及应付账款	113,153	151,483	180,899	209,351	238,228	所得税	12,977	12,490	14,681	15,872	17,233
其他	483,414	595,498	715,689	835,642	969,703	<b>净利润</b>	<b>37,554</b>	<b>40,048</b>	<b>44,044</b>	<b>47,615</b>	<b>51,699</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>599,700</b>	<b>751,758</b>	<b>901,588</b>	<b>1,049,994</b>	<b>1,212,930</b>	少数股东损益	9,595	11,100	12,773	13,808	14,993
长期借款	172,072	207,160	228,760	250,360	281,960	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27,959</b>	<b>28,948</b>	<b>31,271</b>	<b>33,807</b>	<b>36,706</b>
应付债券	31,518	25,066	29,883	28,822	27,924	每股收益(元)	2.34	2.42	2.61	2.82	3.07
其他	396	752	752	752	752						
<b>非流动负债合计</b>	<b>203,986</b>	<b>232,979</b>	<b>259,396</b>	<b>279,935</b>	<b>310,637</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>803,687</b>	<b>984,737</b>	<b>1,160,984</b>	<b>1,329,929</b>	<b>1,523,567</b>		<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	73,500	86,407	99,180	112,988	127,981	<b>成长能力</b>					
股本	11,933	11,968	11,970	11,970	11,970	营业收入	21.3%	3.0%	20.7%	13.6%	12.6%
资本公积	18,323	18,313	18,313	18,313	18,313	营业利润	41.6%	3.7%	12.0%	8.1%	8.6%
留存收益	110,106	129,579	151,037	175,462	202,026	归属于母公司净利润	47.9%	3.5%	8.0%	8.1%	8.6%
其他	15,660	20,372	20,180	20,180	20,180	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>229,522</b>	<b>266,638</b>	<b>300,680</b>	<b>338,913</b>	<b>380,470</b>	毛利率	35.0%	32.6%	31.5%	30.2%	29.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,033,209</b>	<b>1,251,375</b>	<b>1,461,663</b>	<b>1,668,842</b>	<b>1,904,037</b>	净利率	11.9%	11.9%	10.7%	10.1%	9.8%
						ROE	20.1%	17.2%	16.4%	15.8%	15.3%
						ROIC	8.3%	7.9%	7.8%	7.6%	7.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	77.8%	78.7%	79.4%	79.7%	80.0%
						净负债率	56.9%	56.6%	51.2%	48.3%	44.5%
						流动比率	1.56	1.51	1.48	1.45	1.43
						速动比率	0.58	0.52	0.50	0.47	0.45
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	122.5	113.2	109.0	106.4	105.9
						存货周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	2.34	2.42	2.61	2.82	3.07
						每股经营现金流	3.28	1.27	1.48	1.13	1.60
						每股净资产	13.03	15.06	16.83	18.87	21.09
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	5.5	5.3	4.9	4.6	4.2
						市净率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
						EV/EBITDA	5.2	5.0	4.5	4.1	3.8
						EV/EBIT	5.3	5.0	4.5	4.2	3.9

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，资产管理、私募业务合计持有保利发展(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)