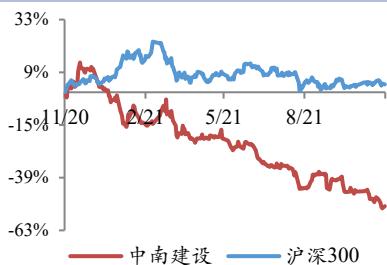


双主业稳步发展，偿债指标持续改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-11-01

收盘价（元）	3.91
近12个月最高/最低（元）	9.20/3.83
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）	150
流通市值（亿元）	149

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. 双主业均衡高质发展，偿债指标多维改善 2021-09-02
- 2. 补货积极为成长续航，单月销售增速回落 2020-12-04

主要观点：
● 事件

公司发布2021年第三季度报告：前三季度实现营业收入610.8亿元(+33.2%)；归母净利润27.7亿元(-25%)；基本每股收益0.7元。2021年Q3，实现营业收入226.0亿元(+39.8%)；归母净利10.2亿元(-37.8%)；基本每股收益0.3元。

● 房地产业务：短期业绩下滑

a) 结算收入增速爬升。前三季度累计结算收入449.4亿元，同比增长41.7%；Q3季度结算收入175.6亿元，同比增长61.2%；b) 市场环境低迷，单季销售业绩下滑。由于行业大环境承压，前三季度公司实现销售金额1536.8亿元，销售面积1117万平方米，同比分别增长7.4%和4.3%；Q3季度公司实现销售金额447.1亿元，销售面积326.9万平方米，同比分别下降27.5%和29.1%。c) 毛利率承压。前三季度房地产业务毛利率17.8%，比上半年下降1.2pct；Q3季度房地产业务毛利率15.9%，比上半年下降3.2pct，毛利率承压下行。

● 建筑业务：收入持续增长，转型升级大势所趋

2021年Q1~Q3，公司建筑业务板块实现营业收入176.6亿元，同比增长13%；建筑业务毛利率为7.5%，同比下降1.5pct。Q3季度建筑业务收入63.2亿元，同比增长6.3%，比2021H1降低2.2pct。公司前三季度新承接（中标）项目合同总金额为189.9亿元，同比下降9.5%；Q3季度新承接（中标）项目合同总金额36.8亿元，同比下降40.2%。借碳中和融入社会发展的契机以及国家要求大力发展节能低碳建筑的政策推动，公司建筑业务有望实现乘势发展。

● 负债指标持续优化，三条红线稳中有降

a) 负债指标持续优化。截至报告期末，公司有息负债637.3亿元，较2020H1减少130.3亿元。同时公司坚持不依赖有息负债发展模式，2021Q3末，短期借款和一年内到期的非流动负债166.4亿元，较2021H1末下降20.4%。b) “三条红线”稳中有降。其中，剔除预收账款资产负债率75.8%，净负债率77.6%，现金短债比（扣除受限资金）约1.1。c) 土地投资审慎，拿地规模收缩。截至2021Q3末，公司在建项目规划建筑面积合计3103万方，未开工项目建筑面积合计1476万方(+16.2%)。2021年Q1~Q3公司新增项目47个，新增规划建筑面积793.4万平方米，公司Q3季度拿地趋缓，新增项目6个，新增规划建筑面积93.4万平方米，同比下降72.9%，新增项目平均地价约4028元/平方米，同比下降约17%。前三季度，公司投销比为20.8%，拿地态度偏谨慎。

● 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 2.1、1.9、1.8 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	2.07	1.92	1.79

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				单位:百万元	利润表				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
流动资产	299822	357079	420821	482423	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	营业利润	10667	10594	11473	12334
其他非流动资产	20122	20183	20259	20330	营业外收支	-150	0	0	0
资产总计	359253	418588	484370	548010	利润总额	10517	10594	11473	12334
流动负债	253201	304608	361826	416264	所得税	2713	2673	2910	3131
短期借款	10557	10557	10557	10557	净利润	7804	7922	8563	9202
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	归属母公司净利润	7078	7223	7778	8367
非流动负债	57690	57690	57690	57690	EPS (元)	1.85	1.89	2.03	2.19
长期借款	43069	43069	43069	43069					
应付债券	13462	13462	13462	13462					
递延所得税负债	698	698	698	698					
其他非流动负债	461	461	461	461					
负债合计	310890	362297	419516	473954					
归属于母公司的所有者权益	28701	35929	43707	52074					
少数股东权益	19662	20361	21147	21982					
股东权益	48363	56290	64854	74056					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
非现金支出	1162	237	230	232					
经营活动现金流	8467	-2074	-3328	-1693					
投资	-10494	-1942	-1942	-1942					
资本性支出	-5165	-357	-309	-305					
其他	1749	3792	3792	4127					
投资活动现金流	-13910	1493	1542	1880					
筹资成本	-7921	-5	-3143	-3143					
其他	-48106	0	0	0					
筹资活动现金流	13717	0	-3143	-3143					
现金净流量	8246	-581	-4929	-2956					
期初现金	16168	32861	32280	27351	PE	4.77	2.07	1.92	1.79
期末现金	24415	32280	27351	24395	PB	1.18	0.42	0.34	0.29
					EV/EBITDA	10.57	8.12	7.76	7.47

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形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 15%；

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。