

江宇辉 地产行业首席分析师

执业编号: S15005220100002

联系电话: +86 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

销售拿地表现稳定, 净利润增速筑底回升

——招商蛇口 (001979.SZ) 2023 年中报点评

2023 年 08 月 31 日

本期内容提要:

◆**总体业绩: 营收增速回落, 净利润同比大幅回升。**2023H1 招商蛇口营业总收入达到 514.42 亿元, 同比下降 10.63%。其中房地产项目结转规模 416.28 亿元, 同比减少 16.21%, 资产运营收入达到 2.74 亿元, 同比增长 40.44%。城市服务收入为 7.07 亿元, 同比增长 19.27%。2023H1 归母净利润 21.53 亿, 同比增长 14.1%, 出现大幅回升, 也是自 2021Q3 以来净利润同比增速首次由负转正。我们认为归母净利润增速回升的主要原因在于: 1) 投资净收益同比增长。2) 少数股东损益占比下降。2023H1 结算毛利率下行至 16.3%, 结算归母净利率回升至 4.2%。结算净利率与权益乘数增长, 拉动 ROE 回升 0.2pct 至 4.4%。

◆**地产销售: 2023H1 保持较快的销售增速, 均价小幅回落。**招商蛇口上半年增速仍然保持韧性, 1-6 月累计实现销售额 1664 亿元, 同比增长 40.1%; 累计销售面积 684 万平方米, 同比增长 40.3%。增速为 2020 年以来的较高水平, 实现超越全国的快速增长。均价方面, 2023 上半年公司销售均价同比-0.2%, 基本保持稳定, 延续 2019 年至今的上升趋势。2023 年上半年销售额市场占有率继续提升至 2.6% 的最高值, 克而瑞全口径销售额排名升至第 5。截至 2023H1 已实现销售额占年度目标 50.44%。我们认为在需求端政策发力、且公司土储充裕的背景下, 公司今年有较大概率实现年度目标。

◆**拿地布局: 2023 年上半年拿地稳健, 权益占比提升。**在公司销售增速较高, 但行业整体销售规模波动较大的背景下, 公司保持稳健的投资策略, 土地投资强度在龙头房企中依然保持较高水平。从权益比例来看, 2023 年上半年拿地金额权益占比 83%, 相比 2022H2 大幅提升。根据中报披露的项目表统计, 2023H1 公司未竣工土储 5051 万平, 待开工土储 299 万平, 总土储合计约 5350 万平。华东、江南、西南、深圳区域土储占比较高。我们认为公司当前土储规模充裕、布局合理, 可保证较高去化率和流速, 为实现年度销售目标提供有力保障。

◆**投融资与负债结构: 融资成本续创新低, 负债规模小幅增长。**2023H1 剔除预收账款的资产负债率为 62.86%, 环比 2022H2 增加 0.44pct。净负债率 47.01%, 环比减少 1.08pct。现金短债比从 2022H2 的 1.30x, 降低至 2023H1 的 1.09x, 环比减少 0.21x。2023H1 推算口径有息负债规模 2091.04 亿元, 同比增长 6.6%, 保持小幅增长。综合资金成本 3.65%, 环比 2022H2 减少 24bp, 续创 2015 年来新低。2023 年 6 月, 1 年期和 5 年以上期 LPR 利率均调降 10bp, 公司抓住窗口期, 上半年新增注册 138 亿元公司债, 并实现公开市场融资 74.9 亿元。我们认为, 资金成本保持低位, 也有利于公司继续降低负债成本, 实现规模的稳步扩张。

◆**盈利预测与投资评级:** 预测公司 2023-2025E 归母净利润分别为 74/ 105/ 134 亿元, EPS 分别为每股 0.89/ 1.26/ 1.60 元, 8 月 31 日收盘价对应 2023-2025E 的 PE 分别为 15.36/ 10.84/ 8.52 倍。我们继续看好公司在市场复苏中的销售弹性和规模成长性。因此维持“买入”评级。

◆**风险因素:** 房地产调控政策收紧或放松不及预期。地产行业销售下行幅度超预期。公司地产销售业务和其他业务拓展不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	1,606	1,830	2,028	2,233	2,461
增长率 YoY %	23.9%	13.9%	10.8%	10.1%	10.2%
归属母公司净利润 (亿元)	104	43	74	105	134
增长率 YoY%	-15.3%	-58.9%	74.0%	41.7%	27.2%
毛利率%	25.5%	19.3%	20.2%	21.2%	22.0%
净资产收益率 ROE%	9.5%	4.2%	7.0%	9.3%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	1.24	0.51	0.89	1.26	1.60
市盈率 P/E(倍)	10.99	26.72	15.36	10.84	8.52
市净率 P/B(倍)	1.05	1.12	1.07	1.01	0.95

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

目录

1 业绩：营收增速回落，净利润同比大幅回升.....	3
2 销售：上半年保持高速增长，全年目标实现过半.....	6
3 拿地：强度保持稳健，土储规模充裕.....	8
4 融资：融资成本续创新低，负债规模小幅增长.....	10
盈利预测.....	11
风险因素.....	12

图表目录

图表 1：2023H1 营业收入增速转为负增.....	3
图表 2：2023H1 归母净利润增速大幅回升.....	3
图表 3：2023H1 开发业务收入同比下降.....	3
图表 4：2023H1 华中、深圳与华北区域收入同比增长.....	3
图表 5：2023H1 投资收益保持稳定.....	4
图表 6：2023H1 少数股东损益占比下降.....	4
图表 7：2023H1 结算毛利率继续下行.....	4
图表 8：2023H1 结算净利率回升.....	4
图表 9：2023H1 城市服务与资产运营毛利率上升.....	4
图表 10：2023H1 销售与财务费用占比同比回落.....	4
图表 11：结算净利率与权益乘数增长，拉动 ROE 回升.....	5
图表 12：2023H1 销售额同比增长 40%.....	6
图表 13：2023H1 销售面积持续增长.....	6
图表 14：2023H1 销售均价保持稳定.....	6
图表 15：2023H1 销售市占率与排名持续提升.....	6
图表 16：2023H1 销售目标完成进度过半.....	7
图表 17：2023H1 合同负债占营收比例较高.....	7
图表 18：2023H1 拿地金额持续增长.....	8
图表 19：2023H1 拿地面积持续增长.....	8
图表 20：2023 年拿地权益占比提升.....	8
图表 21：2023 年 1-7 月一线城市拿地建面占比提升.....	8
图表 22：2023H1 未竣工口径土储规模充裕.....	9
图表 23：2023H1 华东与江南区域未竣工土储占比较高.....	9
图表 24：剔除预收账款资产负债率始终低于 70%.....	10
图表 25：2020 年末以来“三道红线”均保持绿档.....	10
图表 26：2023H1 有息负债小幅增长.....	10
图表 27：2023H1 综合资金成本下行至 3.65%.....	10
图表 28：公司主要业务营收增速及毛利率.....	11

1 业绩：营收增速回落，净利润同比大幅回升

2023H1 房地产项目结转规模同比减少，营收增速转为负增。2023H1 招商蛇口营业总收入达到 514.42 亿元，同比下降 10.63%。分三大类业务来看，房地产项目结转规模同比减少，对应开发业务营收减少，对营收增速拖累较大。其中，2022H1 营收占比最高的西南、华东、江南与华南区域，营收同比增速分别为-31.23%、-8.30%、-38.51%和-23.37%。而华中(+13.26%)、深圳(+53.81%)、华北(+141.67%) 3 个区域收入保持增长。资产运营收入达到 2.74 亿元，同比增长 40.44%。城市服务收入为 7.07 亿元，同比增长 19.27%。

2023H1 投资净收益增长，带动净利润同比增速回升。2023H1 归母净利润 21.53 亿，同比增长 14.1%，出现大幅回升，也是自 2021Q3 以来净利润同比增速首次由负转正。我们认为公司归母净利润增速回升的主要原因在于：**1) 投资净收益同比增长。**2023H1 投资净收益达到 14.68 亿元，同比增加 3.39 亿元，占营收比例 2.9% (同比变动+0.9pct)。一方面，公司长期股权处置收益同比增加。另一方面，2023 年上半年蛇口产园 REITs 购入招商局光明园加速器二期项目，成为首批基础设施 REITs 扩募项目，扩募实现投资收益约 8.06 亿元。除 2020 年外，公司每年均有项目注入 REITs 平台，未来持有型物业闭环流转，或将持续贡献稳定投资收益。**2) 少数股东损益占比下降。**2023H1 少数股东损益占总净利润比例为 43.4%，与 2022H1 的 52.9% 相比，同比变动-9.54pct，出现明显降低。在近年拿地权益占比有所提升的背景下，公司未来归母净利润占总净利润比例有望保持稳定。

图表 1: 2023H1 营业收入增速转为负增



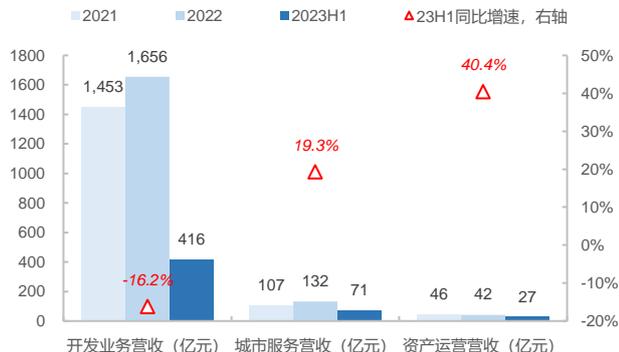
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 2: 2023H1 归母净利润增速大幅回升



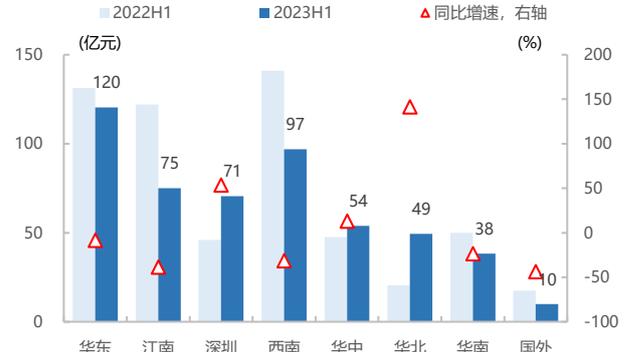
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 3: 2023H1 开发业务收入同比下降

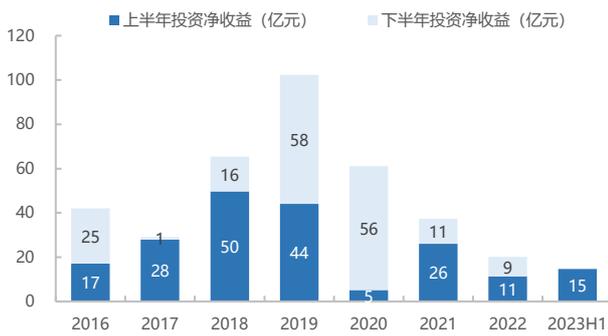


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 4: 2023H1 华中、深圳与华北区域收入同比增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 5: 2023H1 投资收益保持稳定


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 6: 2023H1 少数股东损益占比下降


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2023H1 结算毛利率下行至 16.3%，结算归母净利率回升至 4.2%。2023H1 公司结算毛利率为 16.3%，环比 2022H2 减少 2.99pct，同比 2022H1 减少 2.33pct。从三类主营业务来看，开发业务毛利率相比上年同期减少 2.93pct，仍是主要拖累项。而城市服务同比增加 2.70pct，资产运营毛利率同比增加 10.73pct，转负为正。2023H1 结算归母净利率回升至 4.2%，环比增加 1.85pct，同比增加 0.91pct。

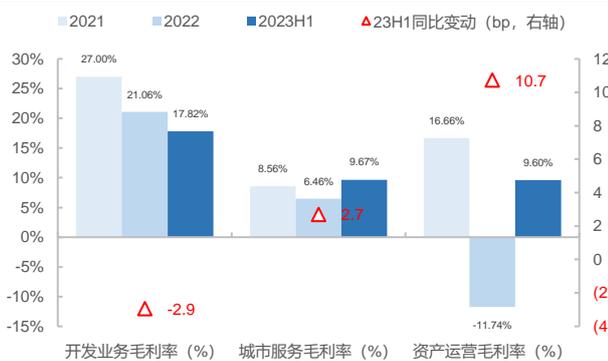
期间费用方面，销售费用与财务费用占营收比例分别为 2.5%、2.1%，占比同比分别下降 0.35pct、0.27pct，与销售佣金代理费、汇兑净损失与利息支出减少有关。管理费用占比 1.7%，同比上升 0.11pct，基本保持稳定。

图表 7: 2023H1 结算毛利率继续下行

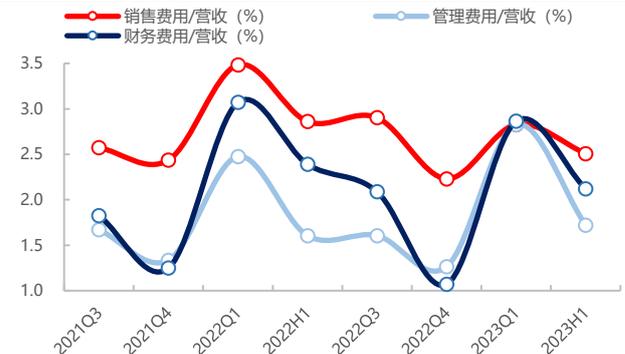

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 8: 2023H1 结算净利率回升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 9: 2023H1 城市服务与资产运营毛利率上升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 10: 2023H1 销售与财务费用占比同比回落


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

结算净利率与权益乘数增长，拉动 ROE 回升 0.2pct 至 4.4%。招商蛇口 ROE(TTM)从 2022H2 的 4.2%回升至 2023H1 的 4.4%。主要分项中，结算净利率(TTM)为 2.6%，与 2022H2 的 2.3%相比小幅回升。结转口径总资产周转率由 20.6%下降至 18.7%，可能与结转节奏放慢有关。权益乘数从 8.7 上升至 9.3，为 ROE 回升提供支撑。

图表 11：结算净利率与权益乘数增长，拉动 ROE 回升

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1(TM)
ROE (摊薄, %)	17.0%	17.9%	20.1%	16.9%	12.1%	9.5%	4.2%	4.4%
结算净利率 (%)	15.1%	16.2%	17.3%	16.4%	9.5%	6.5%	2.3%	2.6%
总资产周转率 (摊薄, %)	25.4%	22.7%	20.9%	15.8%	17.6%	18.8%	20.6%	18.7%
权益乘数	4.4	4.9	5.6	6.5	7.3	7.9	8.7	9.3
ROE 变动 (pct)		0.90	2.20	-3.17	-4.82	-2.54	-5.35	0.26
结算净利率贡献 (pct)		1.27	1.18	-0.99	-7.17	-3.83	-6.10	0.42
总资产周转率贡献 (pct)		-1.92	-1.53	-4.62	1.09	0.55	0.35	-0.44
权益乘数贡献 (pct)		1.55	2.56	2.43	1.26	0.74	0.40	0.28
销售净利率 (%)	13.0%	10.8%	8.9%	7.3%	4.4%	3.2%	1.5%	1.3%
总资产周转率 (摊薄, %)	29.5%	33.9%	40.3%	35.7%	37.7%	38.2%	33.0%	35.9%
权益乘数	4.4	4.9	5.6	6.5	7.3	7.9	8.7	9.3
ROE 变动 (pct)		0.90	2.20	-3.17	-4.82	-2.54	-5.35	0.26
销售净利率贡献 (pct)		-2.78	-3.14	-3.73	-6.64	-3.40	-5.16	-0.36
总资产周转率贡献 (pct)		2.13	2.78	-1.87	0.57	0.12	-0.59	0.34
权益乘数贡献 (pct)		1.55	2.56	2.43	1.26	0.74	0.40	0.28

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

2 销售：上半年保持高速增长，全年目标实现过半

2023H1 保持较快的销售增速，均价小幅回落。2023 年经历一季度的热度回暖之后，随后市场表现有所回落。上半年全国商品房销售额累计同比增速为 1.1%，销售面积累计同比减少 5.3%。而招商蛇口上半年增速仍然保持韧性，1-6 月累计实现销售额 1664 亿元，同比增长 40.1%；累计销售面积 684 万平方米，同比增长 40.3%。增速为 2020 年以来的较高水平，实现超越全国的快速增长。均价方面，2023 上半年公司销售均价同比-0.2%，基本保持稳定，延续 2019 年至今的上升趋势。2023 年上半年销售额市场占有率继续提升至 2.6% 的最高值，克而瑞全口径销售额排名升至第 5。

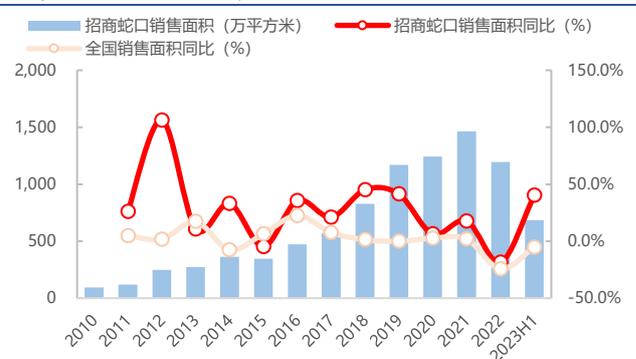
2023 上半年已实现全年销售目标的 50.44%。2021-2022 年疫情冲击、防疫政策和行业下行因素叠加，实现销售额与目标仍有一定距离。公司 2023 年销售额目标为 3300 亿，与 2022 年实现销售额相比增长 12.8%。截至 2023H1 已实现销售额占年度目标 50.44%。我们认为在公司土储充裕、且需求端政策发力的背景下，公司今年有较大概率实现年度目标。销售高增，已售未结货值储备充足，也将为未来业绩增长提供有力支持。

图表 12: 2023H1 销售额同比增长 40%



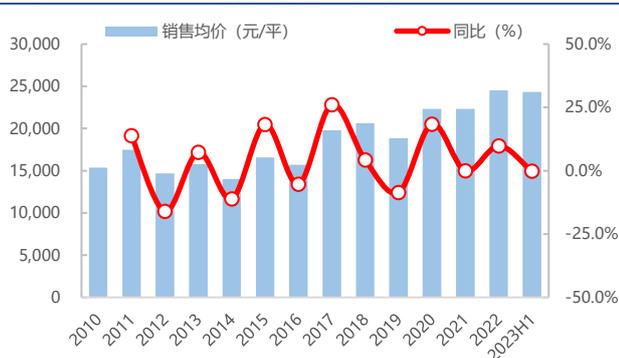
资料来源：公司公告，国家统计局，信达证券研发中心

图表 13: 2023H1 销售面积持续增长



资料来源：公司公告，国家统计局，信达证券研发中心

图表 14: 2023H1 销售均价保持稳定

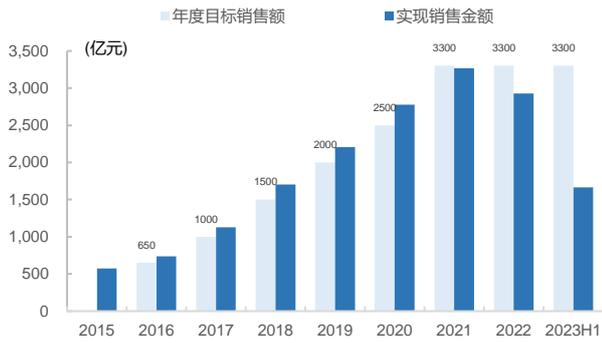


资料来源：公司公告，国家统计局，信达证券研发中心

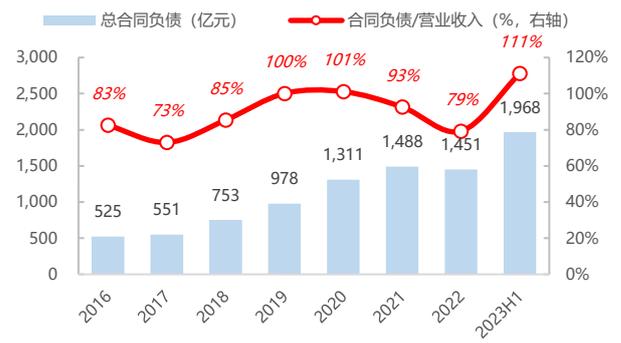
图表 15: 2023H1 销售市占率与排名持续提升



资料来源：公司公告，国家统计局，克而瑞，信达证券研发中心

图表 16: 2023H1 销售目标完成进度过半


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

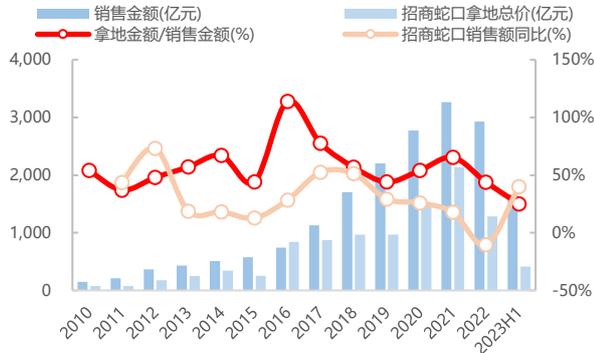
图表 17: 2023H1 合同负债占营收比例较高


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3 拿地：强度保持稳健，土储规模充裕

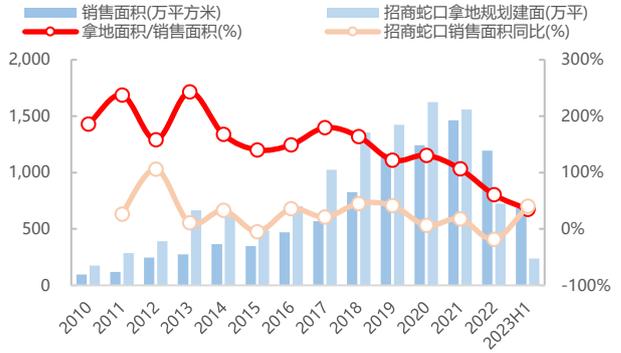
2023 年上半年拿地稳健，权益占比提升。2023H1 公司拿地金额强度 25%，拿地面积强度 35%，环比均有下降。但在公司销售增速较高，但行业整体销售规模波动较大的背景下，公司保持稳健的投资策略，土地投资强度在龙头房企中依然保持较高水平。从权益比例来看，2023 年上半年拿地金额权益占比 83%，相比 2022H2 大幅提升。

图表 18: 2023H1 拿地金额持续增长



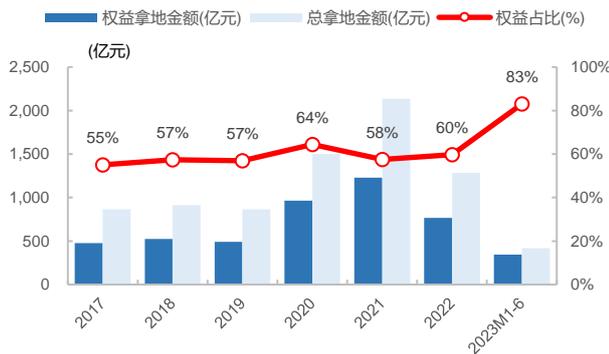
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 19: 2023H1 拿地面积持续增长



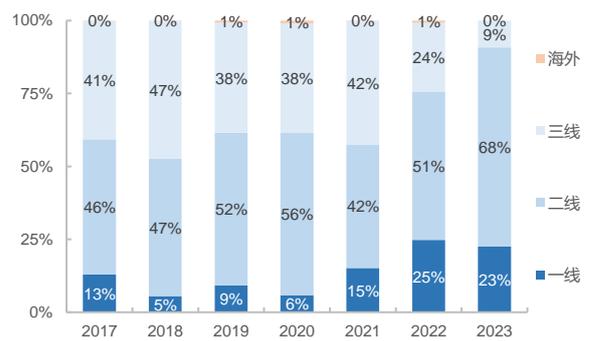
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 20: 2023 年拿地权益占比提升



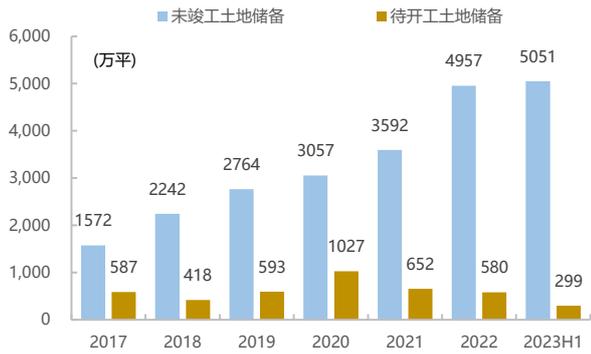
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 21: 2023 年 1-7 月一线城市拿地建面占比提升

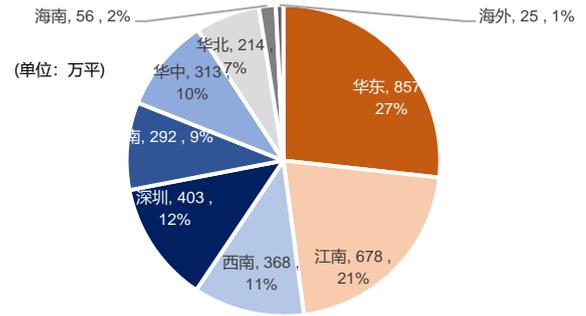


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

土储充裕布局合理，为公司完成销售目标提供有力保障。根据公司 2022 年业绩发布会，2023 年公司土地储备近 4000 万平（包括住宅和非住宅），可售货值接近 6000 亿元。在两年的积极换仓后，目前高能级城市货值占比高，一线/二线/三线城市占比分别达到 33%/47%/20%。根据中报披露的项目表统计，2023H1 公司未竣工土储 5051 万平，待开工土储 299 万平，总土储合计约 5350 万平。分区域看，华东（27%）、江南（21%）、西南（11%）、深圳（12%）区域土储占比较高。我们认为，公司当前土储规模充裕、布局合理，可保证较高去化率和流速，为实现年度销售目标提供有力保障。

图表 22: 2023H1 未竣工口径土储规模充裕


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 23: 2023H1 华东与江南区域未竣工土储占比较高


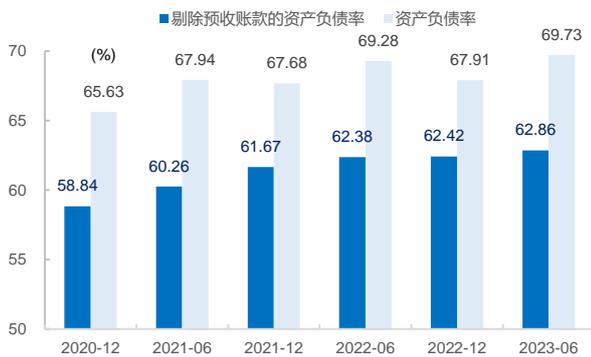
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4 融资：融资成本续创新低，负债规模小幅增长

“三道红线”保持绿档，负债率指标小幅上升。2023H1 剔除预收账款的资产负债率为 62.86%，环比 2022H2 增加 0.44pct。净负债率 47.01%，环比减少 1.08pct。现金短债比从 2022H2 的 1.30x，降低至 2023H1 的 1.09x，环比减少 0.21x。总体而言，资产负债率有所上升，现金短债比下降，而净负债率降低。

有息负债规模小幅增长，综合资金成本继续下行。2023H1 推算口径有息负债规模 2091.04 亿元，同比增长 6.6%，保持小幅增长。2023H1 综合资金成本 3.65%，环比 2022H2 减少 24bp，续创 2015 年以来新低。2023 年 6 月，1 年期和 5 年以上期 LPR 利率均调降 10bp，公司抓住窗口期，上半年新增注册 138 亿元公司债，并实现公开市场融资 74.9 亿元。我们认为，资金成本保持低位，也有利于公司继续降低负债成本，实现规模的稳步扩张。

图表 24：剔除预收账款资产负债率始终低于 70%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 25：2020 年末以来“三道红线”均保持绿档



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 26：2023H1 有息负债小幅增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 27：2023H1 综合资金成本下行至 3.65%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利做如下预测：

开发业务方面，公司 2019-2021 年获取项目将逐步进入结转周期。公司披露的半年业绩快报中，上半年营收同比降低 10.63%，但考虑到公司竣工主要集中在下半年，我们认为全年结算口径收入有望恢复增长。我们预计 2023-2025 年开发业务结算收入增速分别为 10%/9%/9%。由于 2019-2021 年期间土地市场热度较高，而随后取得地块地货比等指标有所优化，预计此类地块将在 2024 年后陆续结算，我们预计公司毛利率在 2023-2024 年期间或企稳回升，假设 2023-2025 年开发业务毛利率分别为 21%/22%/23%。

资产运营与城市服务业务方面，随着疫情对公司经营的影响逐步消除，我们预计此类业务的收入和盈利将稳步恢复。假设 2023-2025 年资产运营收入增速为 15%/18%/20%，毛利率为 18%/20%/20%；城市服务收入增速为 20%/20%/20%，毛利率为 12%/13%/13%。

图表 28：公司主要业务营收增速及毛利率

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售金额 (亿元)	576	739	1,128	1,706	2,205	2,776	3,268	2,926	3,306	3,637	4,001
同比 (%)		28%	53%	51%	29%	26%	18%	-10%	13%	10%	10%
销售面积 (万平方米)	347	471	570	827	1,169	1,244	1,464	1,194	1,285	1,346	1,410
同比 (%)		36%	21%	45%	41%	6%	18%	-18%	8%	5%	5%
销售均价 (元/平)	16,572	15,692	19,785	20,618	18,853	22,324	22,318	24,513	25,739	27,026	28,377
同比 (%)		-5%	26%	4%	-9%	18%	0%	10%	5%	5%	5%
营业总收入 (亿元)		636	755	883	977	1,296	1,606	1,830	2,028	2,233	2,461
同比 (%)			19%	17%	11%	33%	24%	14%	11%	10%	10%
整体毛利率 (%)		35%	38%	39%	35%	29%	25%	19%	20%	21%	22%
地产结算金额 (亿元)	442	561	689	808	894	1,169	1,453	1,656	1,821	1,985	2,164
同比 (%)			23%	17%	11%	31%	24%	14%	10%	9%	9%
地产结算毛利率 (%)			38%	39%	34%	18%	21%	21%	21%	22%	23%
地产结算面积 (万平方米)	308	429	436	419	514	634	786	864	933	999	1,069
同比 (%)			2%	-4%	22%	23%	24%	10%	8%	7%	7%
地产结算均价 (元/平方米)	14,376	13,095	15,810	19,266	17,405	18,426	18,493	19,158	19,513	19,878	20,249
结算价格/销售价格	87%	83%	80%	93%	92%	83%	83%	78%	76%	74%	71%
销售回款 (亿元)		637	811	1,013	1,259	1,776	1,942	1,884	2,182	2,400	2,640
同比 (%)			27%	25%	24%	41%	9%	-3%	16%	10%	10%
销售回款率 (%)		86%	72%	59%	57%	64%	59%	64%	66%	66%	66%
城市服务营收 (亿元)							107	132	159	190	228
YOY (%)								23%	20%	20%	20%
毛利率 (%)								6%	12%	13%	13%
资产运营营收 (亿元)							46	42	49	57	69
YOY (%)								-9%	15%	18%	20%
毛利率 (%)								-12%	18%	20%	20%
总毛利 (亿元)		220	284	349	338	372	409	352	410	473	541
同比 (%)			29%	23%	-3%	10%	10%	-14%	16%	15%	14%
归母净利润 (亿元)		96	122	152	160	123	104	43	74	105	134
同比 (%)			28%	25%	5%	-24%	-15%	-59%	74%	42%	27%
归母净利率 (%)		15%	16%	17%	16%	9%	6%	2%	4%	5%	5%

数据来源：Wind，信达证券研发中心。注：1) 2016-21 年地产结算毛利率为“社区开发运营业务”毛利率，2022 为新口径“开发业务”毛利率，2) 销售回款为销售商品、提供劳务收到的现金

根据财务模型测算，预测公司 2023-2025E 归母净利润分别为 74/ 105/ 134 亿元，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.89/ 1.26/ 1.60 元/股，8 月 31 日收盘价对应 2023-2025E 的 PE 分别为 15.36/ 10.84/ 8.52 倍。未来我们继续看好公司作为房地产行业龙头国央企在市

场复苏中的销售弹性和规模增长。同时公司土地储备规模较大，核心区位土储确权开发后将有力支撑未来的收入和盈利。尽管近期政策定调变化后，公司估值有所上升，但与自身过去5年水平相比仍较低。随着2023年后房地产市场逐步企稳修复，行业估值水平有望回升。因此维持“买入”评级。

风险因素

政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。

业务风险：公司地产销售业务和其他业务拓展不及预期。

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6,531	6,552	6,884	7,126	7,441	
货币资金	795	862	1,127	927	736	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	33	39	33	29	29	
预付账款	119	40	43	47	51	
存货	4,176	4,115	4,047	4,348	4,692	
其他	1,407	1,495	1,633	1,774	1,932	
非流动资产	2,031	2,313	2,606	2,903	3,198	
长期股权投资	616	746	907	1,067	1,227	
固定资产(合计)	92	108	137	163	188	
无形资产	14	14	18	22	26	
其他	1,310	1,444	1,545	1,651	1,757	
资产总计	8,562	8,865	9,490	10,029	10,639	
流动负债	4,281	4,239	4,725	5,083	5,485	
短期借款	36	15	15	15	15	
应付票据	1	1	1	2	2	
应付账款	578	561	614	668	729	
其他	3,665	3,662	4,095	4,398	4,739	
非流动负债	1,514	1,781	1,813	1,863	1,913	
长期借款	1,078	1,211	1,211	1,211	1,211	
其他	436	570	602	652	702	
负债合计	5,794	6,020	6,538	6,946	7,397	
少数股东权益	1,681	1,827	1,888	1,958	2,037	
归属母公司股东	1,087	1,017	1,063	1,126	1,205	
负债和股东权益	8,562	8,865	9,490	10,029	10,639	

重要财务指标		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,606	1,830	2,028	2,233	2,461	
同比(%)	23.9%	13.9%	10.8%	10.1%	10.2%	
归母净利润	104	43	74	105	134	
同比(%)	-15.3%	-58.9%	74.0%	41.7%	27.2%	
毛利率(%)	25.5%	19.3%	20.2%	21.2%	22.0%	
ROE%	9.5%	4.2%	7.0%	9.3%	11.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.24	0.51	0.89	1.26	1.60	
P/E	10.99	26.72	15.36	10.84	8.52	
P/B	1.05	1.12	1.07	1.01	0.95	
EV/EBITDA	8.07	11.27	8.15	7.37	6.82	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,606	1,830	2,028	2,233	2,461	
营业成本	1,197	1,478	1,618	1,760	1,920	
营业税金及附加	97	78	91	95	105	
销售费用	39	41	47	52	57	
管理费用	21	23	26	28	31	
研发费用	1	1	2	2	2	
财务费用	20	20	38	37	41	
减值损失合计	-34	-50	-16	-11	-6	
投资净收益	37	20	22	25	27	
其他	-6	-6	-6	-4	-1	
营业利润	228	154	206	269	326	
营业外收支	1	5	2	2	2	
利润总额	228	158	208	271	328	
所得税	76	67	73	95	116	
净利润	152	91	135	175	212	
少数股东损益	48	48	61	70	79	
归母净利润	104	43	74	105	134	
EBITDA	247	191	274	337	400	
EPS(当年)(元)	1.16	0.41	0.89	1.26	1.60	

现金流量表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	260	222	479	147	166	
净利润	152	91	135	175	212	
折旧摊销	22	29	27	29	31	
财务费用	29	29	47	48	50	
投资损失	-4	-37	-20	-22	-25	
营运资金变动	73	40	264	-98	-109	
其它	21	53	29	17	9	
投资活动现金流	-243	-100	-309	-306	-303	
资本支出	-100	-58	-54	-54	-54	
长期投资	-93	-76	-277	-277	-277	
其他	-50	34	22	25	27	
筹资活动现金流	-112	-59	94	-41	-54	
吸收投资	270	145	-3	0	0	
借款	1,166	1,346	0	0	0	
支付利息或股息	-159	-150	-78	-91	-104	
现金净增加额	-96	65	265	-201	-191	

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。