

业绩略超预期，逆市凸显央企价值

核心观点

- 公司发布 2022 年半年度业绩快报，实现营业收入 1108.5 亿元，同比增长 23.2%；实现归母净利润 107.2 亿元，同比增长 4.1%。
- **营收持续稳定增长，业绩表现略超预期。**公司结转节奏稳定，2022H1 营业收入继续保持两位数增长，归母净利润增速表现优异，同比增长 4.1%，业绩表现略超市场预期。利润增速低于营收增速，主要系受行业调控影响，公司利润率水平下降，2022H1 归母净利润率为 9.7%，同比下降 1.8pcts。
- **逆市凸显央企价值，销售排名跃居第二，拿地依旧积极。**上半年房地产市场下行压力巨大，克而瑞数据显示，2022H1 百强房企累计销售同比下滑 50.7%，成交规模腰斩。公司亦受到市场影响，但行业危机强化了央企优势，表现明显优于同行。上半年累计实现销售金额 2102 亿元，销售面积 1341 万平，排名从 2021 年的第四名跃居第二名。公司 1-6 月累计新增项目 37 个，新增建面 412 万方，总金额达 607 亿元；拿地与销售的金额比为 28.9%，略低于 2021 全年的 34.7%，拿地强度稍有下降。但横向对比，公司仍属于上半年少数拿地仍旧积极的房企，在整体竞争热度下降的趋势下新增土地盈利空间有所改善，公司未来的业绩表现仍值得期待。
- **融资渠道畅通，融资成本进一步降低。**公司作为财务稳健的头部央企，融资能力强，2022H1 获准注册中期票券发行额度合计 100 亿。公司今年已发行公司债和中期票据融资共 160 亿元，其中于 4 月 28 日、5 月 26 日、6 月 17 日和 7 月 12 日共计发行四笔合计 95 亿元中期票据，融资渠道畅通。其中三年期中票利率低于 3%，五年期中票利率低于 3.51%，均处于行业低位水平。我们认为，融资环境恶化、房企信用利差扩张背景下，公司央企背景成本优势明显，稳健的经营风格将有利于市占率缓慢提升。

盈利预测与投资建议

- **维持买入评级，维持目标价 22.77 元。**中期业绩快报符合我们对公司稳健经营的预期，我们维持对公司 2022-2024 年 EPS 预测值为 2.53/2.74/3.03 元，可比公司 2022 年平均估值为 9X，对应目标价 22.77 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。逆周期政策不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,109	284,933	313,113	338,200	369,979
同比增长(%)	3.0%	17.2%	9.9%	8.0%	9.4%
营业利润(百万元)	52,266	49,670	54,952	59,591	65,981
同比增长(%)	3.7%	-5.0%	10.6%	8.4%	10.7%
归属母公司净利润(百万元)	28,950	27,388	30,226	32,789	36,292
同比增长(%)	3.5%	-5.4%	10.4%	8.5%	10.7%
每股收益(元)	2.42	2.29	2.53	2.74	3.03
毛利率(%)	32.6%	26.8%	27.1%	26.8%	26.8%
净利率(%)	11.9%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%
净资产收益率(%)	17.2%	14.6%	14.3%	13.8%	13.7%
市盈率	6.5	6.9	6.2	5.8	5.2
市净率	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7

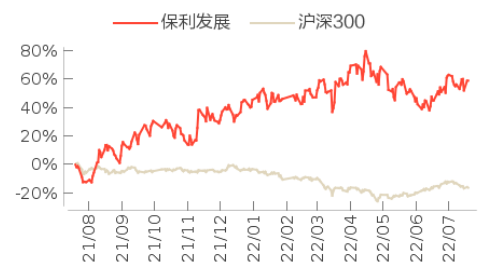
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2022 年 07 月 19 日)	16.5 元
目标价格	22.77 元
52 周最高价/最低价	19.2/8.85 元
总股本/流通 A 股 (万股)	1,197,028/1,197,028
A 股市值 (百万元)	197,510
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2022 年 07 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.79	9.64	-7.06	58.98
相对表现	2.67	11.6	-5.32	83.82
沪深 300	-0.88	-1.96	-1.74	-24.84



证券分析师

赵旭翔	zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521070001
吴尘染	wuchenran@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860522020001

相关报告

逆势小幅扩张，央企龙头优势显著	2022-04-21
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	2021-10-29
业绩小幅增长，拿地下沉，融资优势凸显：——2021 年半年报点评	2021-08-25

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			
		2022/7/19	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
万科 A	000002	17.80	1.94	2.17	2.39	2.61	9	8	7	7	
招商蛇口	001979	12.74	1.31	1.41	1.54	1.70	10	9	8	7	
中国国贸	600007	14.55	0.82	1.12	1.21	1.34	18	13	12	11	
华润置地	1109.HK	29.70	4.54	4.79	5.30	5.96	7	6	6	5	
陆家嘴	600663	9.95	1.07	1.10	1.21	1.67	9	9	8	6	
	最大值						18	13	12	11	
	最小值						7	6	6	5	
	平均数						10	9	8	7	
	调整后平均						9	9	8	7	

备注: 所有价格均已转换为人民币, 汇率为 1 港币=0.861 人民币

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	146,019	171,384	201,709	201,486	234,792	营业收入	243,109	284,933	313,113	338,200	369,979
应收票据及应收账款	2,452	3,194	3,131	3,382	3,700	营业成本	163,955	208,631	228,376	247,520	270,801
预付账款	42,197	42,686	46,967	50,730	55,497	营业税金及附加	18,497	15,685	18,787	20,292	22,199
存货	741,475	809,656	910,466	1,004,622	1,088,403	营业费用	6,877	7,384	7,942	8,022	8,142
其他	204,094	220,421	250,282	265,376	284,497	管理费用及研发费用	5,583	6,870	6,956	7,137	7,378
流动资产合计	1,136,237	1,247,342	1,412,556	1,525,596	1,666,888	财务费用	3,159	3,386	2,374	2,083	2,016
长期股权投资	72,550	95,089	80,000	90,000	100,000	资产减值损失	(779)	58	91	9	8
固定资产	7,662	11,275	17,284	26,440	37,621	公允价值变动收益	53	246	150	150	182
在建工程	546	571	6,200	9,452	11,617	投资净收益	6,141	6,211	6,087	6,148	6,209
无形资产	430	404	323	242	162	其他	255	293	129	156	157
其他	34,016	45,251	44,808	45,693	46,580	营业利润	52,266	49,670	54,952	59,591	65,981
非流动资产合计	115,204	152,591	148,615	171,828	195,980	营业外收入	409	512	424	448	461
资产总计	1,251,441	1,399,933	1,561,171	1,697,425	1,862,867	营业外支出	136	147	169	151	155
短期借款	4,777	4,094	5,000	5,000	5,000	利润总额	52,539	50,035	55,207	59,889	66,287
应付票据及应付账款	151,483	139,597	191,836	207,917	227,473	所得税	12,490	12,845	13,802	14,972	16,572
其他	595,503	675,127	729,090	789,898	859,975	净利润	40,049	37,189	41,405	44,917	49,716
流动负债合计	751,763	818,817	925,926	1,002,815	1,092,448	少数股东损益	11,100	9,802	11,179	12,127	13,423
长期借款	207,160	231,904	253,504	275,104	306,704	归属于母公司净利润	28,950	27,388	30,226	32,789	36,292
应付债券	25,066	41,620	32,735	33,140	35,831	每股收益(元)	2.42	2.29	2.53	2.74	3.03
其他	752	4,678	4,654	4,654	4,654						
非流动负债合计	232,979	278,201	290,892	312,898	347,189	主要财务比率					
负债合计	984,742	1,097,019	1,216,819	1,315,712	1,439,637		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	86,407	107,354	118,533	130,660	144,084	成长能力					
股本	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970	营业收入	3.0%	17.2%	9.9%	8.0%	9.4%
资本公积	18,413	17,817	17,817	17,817	17,817	营业利润	3.7%	-5.0%	10.6%	8.4%	10.7%
留存收益	129,541	147,126	177,352	202,584	230,680	归属于母公司净利润	3.5%	-5.4%	10.4%	8.5%	10.7%
其他	20,372	18,647	18,680	18,680	18,680	获利能力					
股东权益合计	266,699	302,914	344,352	381,713	423,231	毛利率	32.6%	26.8%	27.1%	26.8%	26.8%
负债和股东权益总计	1,251,441	1,399,933	1,561,171	1,697,425	1,862,867	净利率	11.9%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%
						ROE	17.2%	14.6%	14.3%	13.8%	13.7%
						ROIC	7.9%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
						偿债能力					
						资产负债率	78.7%	78.4%	77.9%	77.5%	77.3%
						净负债率	56.5%	55.1%	43.4%	45.0%	40.8%
						流动比率	1.51	1.52	1.53	1.52	1.53
						速动比率	0.52	0.53	0.54	0.52	0.53
						营运能力					
						应收账款周转率	113.2	101.2	99.2	103.9	104.5
						存货周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						每股指标(元)					
						每股收益	2.42	2.29	2.53	2.74	3.03
						每股经营现金流	1.27	0.88	0.95	0.32	2.22
						每股净资产	15.06	16.34	18.87	20.97	23.32
						估值比率					
						市盈率	6.5	6.9	6.2	5.8	5.2
						市净率	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
						EV/EBITDA	5.8	6.1	5.6	5.2	4.7
						EV/EBIT	5.9	6.1	5.7	5.3	4.8

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，东方证券资产管理、私募业务合计持有保利发展(600048)股票占发行量 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