

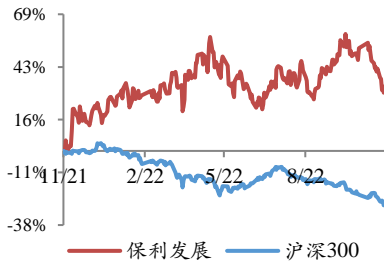
经营持续稳健，强者本色尽显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-30

收盘价（元）	15.33
近12个月最高/最低（元）	18.66/11.81
总股本（百万股）	11,970
流通股本（百万股）	11,970
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,835
流通市值（亿元）	1,835

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：吴梦茹

执业证书号：S0010122050021

邮箱：wumr@hazq.com

联系人：俞悦

执业证书号：S0010122050026

邮箱：yuyue@hazq.com

相关报告

- 1.【华安地产】保利发展（600048）：经营业绩平稳增长，融资优势愈发凸显 2022-09-02
- 2.【华安地产】保利发展（600048）：投资聚焦，业绩微增 2022-05-04
- 3.【华安地产】保利发展（600048）：业绩承压穿越旧周期，融资优势凸显新格局 2022-01-10

主要观点：

● 事件

公司发布2022年第三季度业绩公告：2022年Q1~Q3实现营业总收入1564亿元，同比增长13.0%；归母净利润131亿元，同比小幅降低3.6%；基本每股收益1.09元（YoY-3.5%）。

● 销售表现优于行业，销售回款保持高效

a) 销售表现优于行业，销售规模排名升至第二。2022年1~9月公司实现签约金额3201亿元，同比下降22.0%，销售均价1.7万元/平方米（YoY+3.4%），同期全国商品房销售金额同比下滑26.3%，公司表现优于行业。1~9月公司全口径销售金额跃至克而瑞销售榜第2名。**b) 销售回款保持高效。**2022年1~9月实现回笼资金2939亿元，回笼率高达91.8%（去年同期为89.5%），保障公司现金流安全可持续。

● 投资节奏积极进取，聚焦高质土储

a) 投资积极进取，优化在手上土储结构。2022年前三季度公司新拓展项目70个，新增计容面积771万平方米（YoY-64.7%），总拓展成本1235亿元（YoY-13.9%），新增全口径土地价值位列克而瑞榜单第一。**b) 聚焦优质土储，高能级城市深耕。**2022年1~9月公司新增土储中38个核心城市拓展金额占比90%（去年同期为75%），其中上海、厦门、广州三个核心城市合计占比超过45%。

● 归母净利率保持相对高位，在建拟建资源充裕

a) 毛利率水平受行业趋势影响有所下降。报告期内公司毛利率为24.5%（YoY-5.3pct）；归母净利率8.4%（YoY-1.4pct）。注意到，归母净利率保持相对高位，且降幅小于毛利率，主要得益于：i) 公司精细化管理，前三季度期间费用率6.3%（YoY-0.9pct）；ii) 并表项目权益比上升趋势明显，公司2020年销售权益比（72.0%）相比2019年（67.8%）大幅提升；iii) 未存在明显的企业计提资产减值损失（前三季度590.8万）。

b) 在建拟建资源充裕，保障业绩稳步提升。截至2022Q3季度末，公司共有在建拟建项目795个，在建面积1.39亿平方米（YoY-6.4%），待开发面积6605万平方米（YoY-7.7%），丰富的储备为未来业绩提升提供坚实基础。

● 财务状况持续稳健，融资成本不断优化

a) “三条红线”保持“绿档”行列，资产负债结构稳定、健康。截至2022年6月30日，公司剔除预收账款后资产负债率66.5%，净负债率64.1%，现金短债比1.4，三条红线保持“绿档”。**b) 央企背景和高信用资质加持，综合融资成本持续优化。**报告期内公司发行公司债、中期票据合计140亿元，平均融资成本仅3.09%；银行端贷款利率下降，新增贷款平均成本较2021年末下降37bp。截至报告期末综合融资成本约4.32%，较上年末下降14bp。

● 投资建议

在行业基本面下行的不利情况下，公司凭借央企背景及行业龙头的双重

效应，高信用、低成本的优势愈发凸显，持续深化核心城市影响力。短期内销售虽有压力，但价格稳健未以牺牲利润为代价；另一方面，行业市场排名跃居 TOP2；且公司在投资环节抓住机遇，逆势积极拿地，以较小代价改善土储结构，未来业绩释放可期。中长期看，目前房开行业供给侧出清持续，而需求侧下探空间有限，因此公司将大幅受益于竞争格局改善，预计公司 2022~2024 年 EPS 为 2.42、2.61、2.95 元/股，对应当前股价 PE 分别为 6.3、5.9、5.2 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	285024	331195	372198	422444
收入同比 (%)	17.2%	16.2%	12.4%	13.5%
归属母公司净利润	27388	28988	31267	35314
净利润同比 (%)	-5.4%	5.8%	7.9%	12.9%
毛利率 (%)	26.8%	26.2%	25.5%	25.9%
每股收益 (元)	2.29	2.42	2.61	2.95
P/E	6.83	6.33	5.87	5.20
P/B	0.96	0.82	0.72	0.63
EV/EBITDA	7.37	6.78	6.14	5.31

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1247342	1413478	1571319	1748231	营业收入	285024	331195	372198	422444
现金	171384	175539	181830	191099	营业成本	208631	244581	277280	313122
应收账款	3179	3694	4151	4711	营业税金及附加	15685	19209	21588	25347
其他应收款	157849	183418	206127	233953	销售费用	7384	10267	10794	12251
预付账款	42686	50041	56732	64065	管理费用	5434	5796	6513	7604
存货	809656	938119	1059741	1191578	财务费用	3386	5334	7322	9493
其他流动资产	62588	62668	62739	62826	资产减值损失	95	0	0	0
非流动资产	152591	151088	149882	148590	公允价值变动收益	-246	0	0	0
长期投资	95089	95089	95089	95089	投资净收益	6211	7386	8561	10265
固定资产	11275	10826	10562	10272	营业利润	49670	52455	56674	64059
无形资产	404	470	501	534	营业外收入	512	420	400	400
其他非流动资产	45822	44704	43729	42695	营业外支出	147	136	136	136
资产总计	1399933	1564567	1721200	1896821	利润总额	50035	52739	56938	64323
流动负债	818817	942784	1055749	1179470	所得税	12845	13206	14258	16175
短期借款	4094	4552	5227	5603	净利润	37189	39533	42681	48148
应付账款	130127	152550	172945	195300	少数股东损益	9802	10545	11414	12834
其他流动负债	684597	785683	877578	978567	归属母公司净利润	27388	28988	31267	35314
非流动负债	278201	279335	280322	284075	EBITDA	48560	51900	56510	64372
长期借款	231904	233038	234025	237778	EPS (元)	2.29	2.42	2.61	2.95
其他非流动负债	46298	46298	46298	46298					
负债合计	1097019	1222120	1336072	1463545	主要财务比率				
少数股东权益	107354	117899	129312	142146	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	11970	11970	11970	11970	成长能力				
资本公积	17817	17817	17817	17817	营业收入	17.2%	16.2%	12.4%	13.5%
留存收益	165773	194761	226028	261342	营业利润	-5.0%	5.6%	8.0%	13.0%
归属母公司股东权益	195561	224548	255816	291130	归属于母公司净利润	-5.4%	5.8%	7.9%	12.9%
负债和股东权益	1399933	1564567	1721200	1896821	获利能力				
					毛利率 (%)	26.8%	26.2%	25.5%	25.9%
					净利率 (%)	9.6%	8.8%	8.4%	8.4%
					ROE (%)	14.0%	12.9%	12.2%	12.1%
					ROIC (%)	5.4%	5.5%	5.7%	6.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	78.4%	78.1%	77.6%	77.2%
					净负债比率 (%)	362.2%	356.9%	346.9%	337.8%
					流动比率	1.52	1.50	1.49	1.48
					速动比率	0.48	0.45	0.43	0.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.22
					应收账款周转率	89.67	89.67	89.67	89.67
					应付账款周转率	1.60	1.60	1.60	1.60
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.29	2.42	2.61	2.95
					每股经营现金流(薄)	0.88	0.61	0.82	0.73
					每股净资产	16.34	18.76	21.37	24.32
					估值比率				
					P/E	6.83	6.33	5.87	5.20
					P/B	0.96	0.82	0.72	0.63
					EV/EBITDA	7.37	6.78	6.14	5.31

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方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。如未经本公司授权，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。