

业绩平稳，销售同比降幅逐季收窄

华泰研究

2022年11月01日 | 中国内地/中国香港

季报点评

房地产开发

	2202 HK	000002 CH
投资评级:	增持(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 11.10	人民币: 17.20

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+(86) 21 2897 2228
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+(86) 21 2897 2218
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+(86) 21 2897 2087

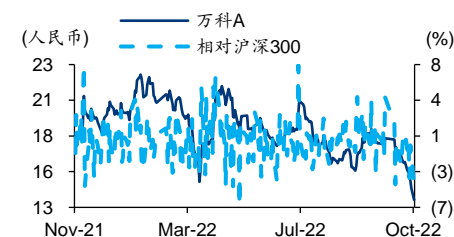
华泰证券 2023 年度投资峰会



基本数据

(港币/人民币)	2202 HK	000002 CH
目标价	11.10	17.20
收盘价(截至10月31日)	10.08	13.52
市值(百万)	117,238	157,247
6个月平均成交额(百万)	139.58	1,479
52周价格范围	10.02-21.85	13.52-22.30
BVPS	20.73	20.73

股价走势图



资料来源: Wind

净利保持平稳，维持 A 股“买入”，港股“增持”

10月29日公司发布三季报，2022Q1-3实现营收3377亿元，同比+24.4%；归母净利170.5亿元，同比+2.2%；EPS1.47元。考虑到公司非并表项目盈利空间以及待结算金额下降，我们预计2022/2023/2024年EPS为2.00/2.10/2.34元（前值2.22/2.55/2.86元），A股（000002 CH）参考可比公司2022年PE均值6.53x（Wind一致预期），稳健的财务强化公司龙头地位，万物云成功分拆上市，REITs政策推进同样加快多元化价值重估，我们予以2022年8.6xPE，予以目标价17.20元（前值22.20元，2022PE10x），H股（2202 HK）参考22年8-10月平均折价率32%、两地对业绩和多元化业务估值差异以及近期港股波动性，予以A股折价40%，目标价11.10港币（前值16.40港币），维持“增持”评级。

结算体量提升但毛利率下降，竣工有望超额完成年度目标

Q1-3公司竣工面积同比+17.8%，推动结算面积同比+21.7%，结算收入同比+24.8%至2958亿元。结算毛利率同比下降3.2pct至20.7%。期内并表项目权益占比下降，少数股东损益占比同比提升5.2pct至37.4%，同时，非并表项目的盈利能力有所下降，投资收益同比少增30亿，但融资结构优化使融资成本同比下降21亿。公司竣工节奏平稳，参照全年竣工面积计划（同比21年实际竣工面积+9%），期内完成率达60.3%，21Q1-3竣工面积占全年完成竣工量的55.8%，因此我们认为全年实际竣工面积有望超额完成，助力公司全年实现业绩修复。

销售同比降幅逐季收窄，拿地审慎聚焦

受行业景气持续下行影响，2022H1公司新开工和销售规模收缩。期内新开工面积同比-55%至1276万方，实现销售面积1937万方，销售额3147亿元，同比均下降34.3%，但销售降幅逐季收窄，从Q1的41%收窄至Q3的20%。Q1-3万科整体维持审慎的扩张态度，新增项目总建面308万方，拿地额约387亿元，投资强度为20%，较2021年全年下降10pct。期内拿地均价为1.28万/平，同比+84%，说明公司践行深化主流城市聚焦战略。

财务稳健，融资渠道通畅

公司财务表现依旧稳健。Q1-3新增融资的平均融资成本仅为3.73%，存量融资的综合融资成本4.06%。截至10月末，22年公司合计发债规模达423亿。尽管近期非国企融资环境持续收紧，但公司渠道保持通畅，10月27日再度成功发行5年期公司债，规模25亿元，利率依然低至3.45%，进一步凸显公司的融资优势。

风险提示：行业销售下滑；公司拿地节奏低预期导致可售货量不足的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	419,112	452,798	493,900	516,513	551,665
+/-%	13.92	8.04	9.08	4.58	6.81
归属母公司净利润(人民币百万)	41,516	22,524	23,235	24,451	27,244
+/-%	6.80	(45.75)	3.16	5.23	11.43
EPS(人民币,最新摊薄)	3.57	1.94	2.00	2.10	2.34
ROE(%)	20.13	9.78	9.60	9.61	10.13
PE(倍)	3.79	6.98	6.77	6.43	5.77
PB(倍)	0.70	0.67	0.63	0.60	0.57
EV EBITDA(倍)	4.15	7.64	8.69	8.22	8.17

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (截至 2022 年 10 月 31 日)

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	EPS(元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
保利发展	600048 CH	1,652	2.29	2.39	2.57	2.80	6.03	5.76	5.38	4.92
招商蛇口	001979 CH	1,015	1.34	1.27	1.41	1.55	9.78	10.29	9.29	8.47
金地集团	600383 CH	353	2.08	2.20	2.36	2.53	3.75	3.55	3.32	3.09
平均							6.52	6.53	6.00	5.50

注: 盈利预测来自 Wind 一致预期

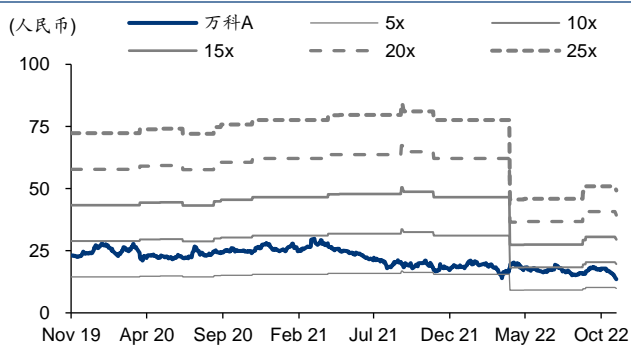
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

行业销售下行风险: 由于疫情影响, 本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能 (尤其是部分三四线城市), 使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

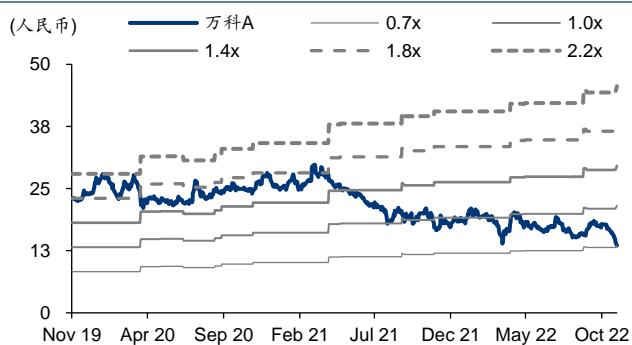
公司拿地节奏低预期导致可售货量不足的风险: 公司目前储备较低, 如果扩储节奏低预期, 可能导致可售货值不足, 进而影响未来收入和利润增速。

图表2: 万科 APE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 万科 APB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,547,387	1,600,268	1,870,198	1,762,280	2,097,046
现金	195,231	149,352	162,910	170,368	181,963
应收账款	2,992	4,744	3,695	5,130	4,295
其他应收账款	249,499	266,061	296,298	291,808	336,323
预付账款	62,248	67,230	74,001	73,696	84,053
存货	1,002,063	1,075,617	1,298,770	1,183,185	1,454,599
其他流动资产	35,355	37,264	34,524	38,092	35,812
非流动资产	321,790	338,370	364,152	381,567	400,737
长期投资	141,895	144,449	164,167	175,955	189,632
固定投资	12,577	12,821	15,205	17,459	20,383
无形资产	6,088	10,445	11,762	13,319	14,526
其他非流动资产	161,230	170,654	173,019	174,833	176,195
资产总计	1,869,177	1,938,638	2,234,350	2,143,847	2,497,782
流动负债	1,317,493	1,311,446	1,599,694	1,478,924	1,777,186
短期借款	25,112	14,413	91,059	71,521	75,896
应付账款	295,685	330,411	362,537	361,804	408,015
其他流动负债	996,697	966,623	1,146,097	1,045,598	1,293,276
非流动负债	201,840	234,419	215,684	217,796	240,808
长期借款	132,037	154,322	135,588	137,700	160,712
其他非流动负债	69,803	80,097	80,097	80,097	80,097
负债合计	1,519,333	1,545,865	1,815,378	1,696,720	2,017,995
少数股东权益	125,334	156,820	171,061	186,046	202,745
股本	11,618	11,625	11,631	11,631	11,631
资本公积	18,554	20,584	20,578	20,578	20,578
留存公积	195,883	203,885	222,599	242,291	264,234
归属母公司股东权益	224,511	235,953	247,912	261,081	277,043
负债和股东权益	1,869,177	1,938,638	2,234,350	2,143,847	2,497,782

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	53,188	4,113	6,405	44,761	(1,328)
净利润	59,298	38,070	37,476	39,437	43,942
折旧摊销	1,028	1,008	1,268	1,411	1,549
财务费用	5,145	4,384	3,713	4,006	4,160
投资损失	(13,512)	(6,614)	(5,291)	(5,211)	(5,195)
营运资金变动	(2,713)	(37,833)	(30,431)	5,400	(45,485)
其他经营现金	3,941	5,099	(329.20)	(281.71)	(299.49)
投资活动现金	5,797	(26,281)	(21,735)	(13,591)	(15,500)
资本支出	(7,208)	(9,578)	(6,986)	(6,691)	(6,695)
长期投资	(8,300)	(14,394)	(19,717)	(11,789)	(13,677)
其他投资现金	21,306	(2,309)	4,968	4,888	4,873
筹资活动现金	(32,504)	(23,104)	(58,171)	(4,173)	24,048
短期借款	9,746	(10,699)	76,646	(19,538)	4,375
长期借款	17,717	22,285	(18,735)	2,112	23,012
普通股增加	315.59	7.65	5.33	0.00	0.00
资本公积增加	6,170	2,029	(5.33)	0.00	0.00
其他筹资现金	(66,453)	(36,727)	(116,083)	13,253	(3,339)
现金净增加额	25,924	(44,954)	(73,502)	26,996	7,220

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	419,112	452,798	493,900	516,513	551,665
营业成本	296,541	353,977	391,774	409,523	435,234
营业税金及附加	27,237	21,056	22,967	24,019	25,653
营业费用	10,637	12,809	13,335	13,946	14,895
管理费用	10,288	10,242	11,172	11,684	12,479
财务费用	5,145	4,384	3,713	4,006	4,160
资产减值损失	(1,981)	(3,514)	(3,951)	(3,616)	(3,310)
公允价值变动收益	5.33	3.82	4.01	4.21	4.42
投资净收益	13,512	6,614	5,291	5,211	5,195
营业利润	79,959	52,531	51,296	53,964	60,094
营业外收入	999.50	1,148	1,148	1,148	1,148
营业外支出	1,282	1,456	1,456	1,456	1,456
利润总额	79,676	52,223	50,988	53,655	59,786
所得税	20,378	14,153	13,512	14,219	15,843
净利润	59,298	38,070	37,476	39,437	43,942
少数股东损益	17,783	15,545	14,241	14,986	16,698
归属母公司净利润	41,516	22,524	23,235	24,451	27,244
EBITDA	84,781	57,272	55,474	58,555	64,943
EPS (人民币, 基本)	3.62	1.94	2.00	2.10	2.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	13.92	8.04	9.08	4.58	6.81
营业利润	4.37	(34.30)	(2.35)	5.20	11.36
归属母公司净利润	6.80	(45.75)	3.16	5.23	11.43
获利能力 (%)					
毛利率	29.25	21.82	20.68	20.71	21.11
净利率	14.15	8.41	7.59	7.64	7.97
ROE	20.13	9.78	9.60	9.61	10.13
ROIC	111.71	34.34	28.06	32.95	28.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	81.28	79.74	81.25	79.14	80.79
净负债比率 (%)	19.19	30.99	36.29	30.45	35.11
流动比率	1.17	1.22	1.17	1.19	1.18
速动比率	0.35	0.33	0.29	0.32	0.30
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.24	0.24	0.24	0.24
应收账款周转率	168.30	117.06	117.06	117.06	117.06
应付账款周转率	1.05	1.13	1.13	1.13	1.13
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.57	1.94	2.00	2.10	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	4.57	0.35	0.55	3.85	(0.11)
每股净资产(最新摊薄)	19.30	20.29	21.32	22.45	23.82
估值比率					
PE (倍)	3.79	6.98	6.77	6.43	5.77
PB (倍)	0.70	0.67	0.63	0.60	0.57
EV EBITDA (倍)	4.15	7.64	8.69	8.22	8.17

免责声明

分析师声明

本人, 陈慎、刘璐、林正衡, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司