

盈利保持逆势增长，核心区域拿地推货积极

2022 年 11 月 03 日

➤ **盈利保持逆势增长，利润率随行业下行承压。**公司 2022 年前三季度公司实现营业收入 328.08 亿元，同比上升 14.44%，实现归母净利润 21.11 亿元，同比上升 2.87%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 21.54 亿元，同比上升 19.37%；基本每股收益 0.92 元，同比上升 5.75%。前三季度毛利率 20.87%，较 2021 年同期下降 6.79pct，净利率 8.21%，较去年同期下降 1.63pct，受到行业整体下行影响，利润率整体承压。公司第三季度实现营业收入 78.03 亿元，同比下降 1.18%，主要由于结算规模缩小影响，公司后续结转资源丰富，四季度结算规模有望扩大，全年营收和净利润有望保持增长。

➤ **销售业绩优于大市，四季度加大核心城市推货量。**公司 2022 年前三季度实现销售金额 729.5 亿元，同比下降 10.80%，销售面积 252.6 万平，同比下降 20.74%，根据克而瑞口径，同期百强房企前三季度销售平均降幅 33.9%，公司同比下行幅度明显较百强房企更小，且公司自 6 月起单月销售面积逆势同比持续为正，特别在 6 月行业点状复苏、季节性回暖的背景下，公司单月销售金额实现同比 40.5% 的大幅增长，销售表现明显优于大市，截至 10 月公司销售排名进入前 20，位列第 18 位，展现出公司逆周期调节能力和发展韧性。9-12 月公司拟推盘 500 亿元以上，其中华东区域占比过半，杭州、南京、上海、广州、珠海等核心城市推盘量较大，考虑到当前市场的城市分化趋势和 12 月传统旺季，公司有望受益于核心城市的丰富货值储备和推货量实现销售同比逆势回正。

➤ **核心城市拿地强度加大，优质地块保障销售和利润。**公司 2020 年以来拿地转变布局思路，战略聚焦深耕区域，集中于一二线城市，三线城市占比回落，2022 年前三季度公司共获取 16 宗地块，土地出让面积共 64.41 万平，权益拿地金额 252 亿元，位列百强房企第 11 名，而去年同期为 127 亿元，位列 47 名，拿地强度明显加大。其中上海获取 7 宗地块，土地出让面积共 37.26 万平，占比达到 57.8%，杭州获取 3 宗地块，土地出让面积 11.44 万平，其余地块均位于珠海、中山、成都等市场热度较好城市，我们认为在行情回暖过程中，核心城市有望率先受益于政策放松公司新增土储位置结构较好，有望率先受益于市场复苏，保持稳定的销售和利润。

➤ **偿债压力较小，融资渠道保持通畅。**截至 9 月公司货币资金超 400 亿元，三道红线保持绿档。当前公司现存境内债券累计 45 笔，存量规模 366.80 亿元，考虑行权 2022 年内待偿还 3 笔，余额 21.65 亿元，偿债压力较小。同时作为地方龙头国企，公司融资手段丰富，融资空间较大，市场收紧阶段优势明显，2022 年以来公司发行 2 亿美元债、发行 27.56 亿元 ABS、6.3 亿元 ABN、发行 11.9 亿元公司债，融资渠道稳步拓宽。

➤ **维持公司“买入”评级。**公司待结算资源丰富，有望保持稳定发展，考虑到行业整体毛利率呈下降大势，公司毛利承压，但公司费用率保持同比下降趋势，净利有望提升。拿地和销售方面，公司保持拿地节奏，新增拿地面积主要位于上海、杭州、珠海等城市能级较高有望受益于供给端分化实现销售持续增加，因此维持公司“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，公司地产开发业务和其他业务拓展不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	51,006	51,241	60,068	65,884	71,015
增长率 YoY %	53.9%	0.5%	17.2%	9.7%	7.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,902	3,195	3,513	3,839	4,297
增长率 YoY%	4.3%	10.1%	10.0%	9.3%	11.9%
毛利率%	24.3%	25.8%	24.4%	24.0%	24.2%
净资产收益率 ROE%	13.8%	15.3%	16.8%	15.5%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.51	1.66	1.81	2.03
市盈率 P/E(倍)	6.43	5.85	5.31	4.86	4.35
市净率 P/B(倍)	0.89	0.90	0.89	0.75	0.64

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 11 月 03 日收盘价

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	312,687	317,849	328,234	342,386
货币资金	49,994	39,797	50,374	38,100
应收票据	0	0	0	0
应收账款	328	506	226	168
预付账款	3,720	2,270	2,505	2,692
存货	217,378	234,022	233,579	259,910
其他	41,267	41,255	41,550	41,516
非流动资产	42,370	48,216	54,003	59,728
长期股权投资	21,475	26,475	31,475	36,475
固定资产(合计)	2,795	3,640	4,409	5,110
无形资产	469	544	614	674
其他	17,631	17,557	17,506	17,469
资产总计	355,057	366,065	382,238	402,114
流动负债	152,807	164,944	177,779	190,050
短期借款	1,030	130	230	430
应付票据	1,321	1,074	1,152	1,240
应付账款	31,283	36,806	38,345	42,408
其他	119,172	126,934	138,051	145,971
非流动负债	106,359	103,359	101,359	102,859
长期借款	77,170	73,170	72,170	73,170
其他	29,189	30,189	29,189	29,689
负债合计	259,166	268,303	279,137	292,909
少数股东权益	75,073	76,864	78,352	80,155
归属母公司股东权益	20,819	20,899	24,748	29,050
负债和股东权益	355,057	366,065	382,238	402,114

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	51,241	60,068	65,884	71,015
同比(%)	0.5%	17.2%	9.7%	7.8%
归属母公司净利润	3,195	3,513	3,839	4,297
同比(%)	10.1%	10.0%	9.3%	11.9%
毛利率(%)	25.8%	24.4%	24.0%	24.2%
ROE%	15.3%	16.8%	15.5%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.66	1.81	2.03
P/E	5.85	5.31	4.86	4.35
P/B	0.90	0.89	0.75	0.64
EV/EBITDA	12.52	14.20	11.75	12.34

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	51,241	60,068	65,884	71,015
营业成本	38,020	45,392	50,100	53,835
营业税金及附加	3,361	3,940	4,322	4,659
销售费用	1,582	1,862	2,042	2,201
管理费用	1,527	2,102	2,306	2,486
研发费用	79	108	119	128
财务费用	235	-518	-152	-577
减值损失合计	-1	0	0	0
投资净收益	575	673	738	795
其他	-48	24	26	28
营业利润	6,962	7,878	7,912	9,108
营业外收支	-133	-132	-132	-200
利润总额	6,829	7,746	7,780	8,908
所得税	2,152	2,442	2,452	2,808
净利润	4,677	5,304	5,327	6,100
少数股东损益	1,482	1,681	1,688	1,933
归属母公司净利润	3,195	3,513	3,839	4,297
EBITDA	6,937	6,980	7,373	8,149
EPS(当年)(元)	1.34	1.66	1.81	2.03

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	36,061	4,216	19,439	-6,997
净利润	4,677	5,304	5,327	6,100
折旧摊销	336	293	352	415
财务费用	722	1,481	1,440	1,438
投资损失	-235	-673	-738	-795
营运资金变动	31,265	-2,322	12,927	-14,354
其它	-704	132	132	200
投资活动现金流	-43,986	-5,598	-5,533	-5,544
资本支出	-29,905	-1,271	-1,271	-1,339
长期投资	-11,426	-5,000	-5,000	-5,000
其他	-2,655	673	738	795
筹资活动现金流	15,027	-8,819	-3,334	262
吸收投资	33,599	-296	0	0
借款	92,782	-4,900	-900	1,200
支付利息或股息	-10,190	-2,455	-1,440	-1,438
现金流净增加额	7,106	-10,197	10,577	-12,274

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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

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。