

业绩短期承压，积极推动土储质量改善

——2022年三季度点评

核心观点

公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 1564.4 亿元，同比增长 13.0%；实现归母净利润 130.9 亿元，同比减少 3.6%。

- **毛利率下滑是业绩负增长的主要原因。**公司前三季度营收同比增长 13.0%，增速较上半年有所回落。归母净利润同比降低 3.6%，主要系毛利率持续下滑影响，1-9 月公司整体毛利率同比下滑 5.3pct 至 24.5% 低点，此外合联营公司投资收益下降、少数股东损益占净利润比例提升也一定程度影响业绩。净利率下滑幅度好于毛利率，主要源于公司管理效率提升，前三季度期间费用率较去年同期降低 1.3pct 至 6.5%。考虑到此前高价地持续结转，及部分三四线城市土储或存在一定货值贬损压力，料公司毛利率短期仍承压。我们预计 2022 年公司归母净利润同比小幅下滑 2.1%。
- **销售稳步复苏，高举高打优化投资布局。**根据克而瑞数据，前三季度百强房企累计销售额、销售面积分别同比下滑 45.8%、49.3%。公司 1-9 月累计销售额 3201 亿元，销售面积 1920.5 万平，同比降幅分别收窄至 22.0%、24.5%，明显优于同行。Q3 销售均价同比增长 25%，表明销售复苏主要来自高能级城市贡献，其中 9 月单月销售额同比增长 6.6% 达 384 亿，表现亮眼。尽管高基数下 10 月销售额同比增速回落至 -13.9%，但环比增长 12.0% 仍显示出销售向好。拿地方面，公司前三季度累计新增项目 70 个，新增建面 771 万方，拿地金额 1235 亿元，投资强度较 2021 年全年提升 3.9pct 至 38.6%。其中 Q3 在销售端有力支撑下拿地金额逾 600 亿元，且集中于上海、广州、深圳、杭州、成都等一二线核心城市，布局明显优化。考虑到整体竞争热度下降，料新增土储在保障销售回款的同时，未来盈利空间将有所改善。
- **融资优势明显，稳中有进适度扩表。**公司 1-9 月累计发行公司债和中期票据合计 198 亿元，平均融资成本进一步降至 3.04%，融资优势突出。截至 Q3 末，公司剔除预负债率 66.4%，净负债率 73.0%，现金短债比（未扣除受限资金）为 1.9，三道红线指标稳中有进、仍维持绿档。我们认为，公司央企背景和稳健的财务状况有利于持续获取优质资源，从而有机会在分化格局中获得市场份额和盈利能力的提升。

盈利预测与投资建议

- 考虑到 Q4 疫情或影响竣工，我们下调了公司营收增速，并根据三季报下调毛利率，调整公司 22-24 年 EPS 预测值为 2.24/2.38/2.60 元（原预测值为 2.53/2.74/3.03 元），可比公司 2022 年平均估值为 9X，**对应目标价 20.16 元，维持买入评级。**

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	312,401	340,001	353,563
同比增长(%)	3.0%	17.2%	9.6%	8.8%	4.0%
营业利润(百万元)	52,266	49,670	50,799	53,117	59,039
同比增长(%)	3.7%	-5.0%	2.3%	6.1%	9.4%
归属母公司净利润(百万元)	28,950	27,388	26,803	28,444	32,046
同比增长(%)	3.5%	-5.4%	-2.1%	6.1%	9.4%
每股收益(元)	2.42	2.29	2.24	2.38	2.60
毛利率(%)	32.6%	26.8%	23.2%	22.7%	23.6%
净利率(%)	11.9%	9.6%	8.6%	8.4%	8.8%
净资产收益率(%)	17.2%	14.6%	13.0%	12.6%	12.5%
市盈率	5.6	6.0	6.1	5.7	5.3
市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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11月03日）	13.66元
目标价格	20.16元
52周最高价/最低价	19.2/11.8元
总股本/流通A股（万股）	1,197,044/1,197,044
A股市值（百万元）	163,516
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2022年11月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.99	-24.11	-11.24	9.54
相对表现	-13.45	-19.98	-0.94	33.87
沪深300	0.46	-4.13	-10.3	-24.33



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

业绩略超预期，逆市凸显央企价值	2022-07-20
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

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2022/11/3	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
万科 A	000002	13.64	1.94	2.10	2.27	2.46	7	6	6	6
招商蛇口	001979	13.01	1.31	1.25	1.40	1.57	10	10	9	8
中国国贸	600007	13.92	0.82	1.12	1.20	1.38	17	12	12	10
华润置地	1109.HK	23.16	4.54	4.67	5.15	5.78	5	5	4	4
陆家嘴	600663	9.18	1.07	1.00	1.07	1.61	9	9	9	6
	最大值						17	12	12	10
	最小值						5	5	4	4
	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=0.932 人民币（11 月 3 日汇率）

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	159,633	189,383	210,184	营业收入	243,109	284,933	312,401	340,001	353,563
应收票据及应收账款	2,452	3,194	3,124	3,400	3,536	营业成本	163,955	208,631	239,840	262,874	270,298
预付账款	42,197	42,686	46,860	51,000	53,034	营业税金及附加	18,497	15,685	12,496	13,600	14,143
存货	741,475	809,656	841,463	852,974	865,178	营业费用	6,877	7,384	6,171	6,595	7,319
其他	204,094	220,421	249,977	266,624	278,078	管理费用及研发费用	5,583	6,870	5,541	5,670	5,899
流动资产合计	1,136,237	1,247,342	1,301,058	1,363,382	1,410,011	财务费用	3,159	3,386	2,647	2,379	2,108
长期股权投资	72,550	95,089	100,000	105,000	110,000	资产减值损失	(779)	58	154	69	72
固定资产	7,662	11,275	17,183	25,979	36,341	公允价值变动收益	53	246	150	150	182
在建工程	546	571	6,099	9,088	10,787	投资净收益	6,141	6,211	4,969	4,720	4,815
无形资产	430	404	323	242	162	其他	255	293	129	(566)	317
其他	34,016	45,251	44,808	45,693	46,580	营业利润	52,266	49,670	50,799	53,117	59,039
非流动资产合计	115,204	152,591	168,414	186,003	203,869	营业外收入	409	512	424	448	461
资产总计	1,251,441	1,399,933	1,469,471	1,549,384	1,613,880	营业外支出	136	147	169	151	155
短期借款	4,777	4,094	4,000	4,000	4,000	利润总额	52,539	50,035	51,054	53,415	59,345
应付票据及应付账款	151,483	139,597	153,498	168,239	172,990	所得税	12,490	12,845	12,764	13,354	14,836
其他	595,503	675,127	696,786	717,591	727,647	净利润	40,049	37,189	38,291	40,061	44,509
流动负债合计	751,763	818,817	854,284	889,831	904,638	少数股东损益	11,100	9,802	11,487	11,618	12,462
长期借款	207,160	231,904	243,504	254,104	263,704	归属于母公司净利润	28,950	27,388	26,803	28,444	32,046
应付债券	25,066	41,620	32,735	33,140	35,831	每股收益(元)	2.42	2.29	2.24	2.38	2.60
其他	752	4,678	4,654	4,654	4,654						
非流动负债合计	232,979	278,201	280,892	291,898	304,189	主要财务比率					
负债合计	984,742	1,097,019	1,135,176	1,181,729	1,208,827		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	86,407	107,354	118,841	130,459	142,921	成长能力					
股本	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970	营业收入	3.0%	17.2%	9.6%	8.8%	4.0%
资本公积	18,413	17,817	17,817	17,817	17,817	营业利润	3.7%	-5.0%	2.3%	6.1%	9.4%
留存收益	129,541	147,126	166,987	188,729	213,665	归属于母公司净利润	3.5%	-5.4%	-2.1%	6.1%	9.4%
其他	20,372	18,647	18,680	19,264	19,216	获利能力					
股东权益合计	266,699	302,914	334,295	368,240	405,589	毛利率	32.6%	26.8%	23.2%	22.7%	23.6%
负债和股东权益总计	1,251,441	1,399,933	1,469,471	1,549,968	1,614,416	净利率	11.9%	9.6%	8.6%	8.4%	8.8%
						ROE	17.2%	14.6%	13.0%	12.6%	12.5%
						ROIC	7.9%	6.5%	6.1%	6.0%	6.1%
						偿债能力					
						资产负债率	78.7%	78.4%	77.3%	76.3%	74.9%
						净负债率	56.5%	55.1%	54.0%	41.9%	36.5%
						流动比率	1.51	1.52	1.52	1.53	1.56
						速动比率	0.52	0.53	0.54	0.58	0.60
						营运能力					
						应收账款周转率	113.2	101.2	99.1	104.2	102.0
						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	2.24	2.38	2.60
						每股经营现金流	1.27	0.88	0.71	3.98	2.33
						每股净资产	15.06	16.34	18.00	19.82	21.82
						估值比率					
						市盈率	5.6	6.0	6.1	5.7	5.3
						市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
						EV/EBITDA	5.2	5.4	5.4	5.1	4.7
						EV/EBIT	5.2	5.4	5.4	5.1	4.7

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	40,049	37,189	38,291	40,645	44,463
折旧摊销	286	213	382	488	619
财务费用	3,159	3,386	2,647	2,322	2,010
投资损失	(6,141)	(6,211)	(4,969)	(4,720)	(4,815)
营运资金变动	(37,921)	(18,356)	(29,183)	9,965	(13,238)
其它	15,723	(5,670)	1,346	(1,080)	(1,110)
经营活动现金流	15,156	10,551	8,514	47,619	27,928
资本支出	(438)	(3,605)	(11,627)	(12,077)	(12,486)
长期投资	(15,276)	(28,553)	(4,911)	(5,000)	(5,000)
其他	8,786	12,171	4,248	4,870	4,997
投资活动现金流	(6,927)	(19,987)	(12,289)	(12,206)	(12,489)
债权融资	25,541	42,168	1,708	11,006	12,291
股权融资	124	(593)	0	0	0
其他	(27,543)	(7,117)	(9,684)	(9,023)	(9,122)
筹资活动现金流	(1,878)	34,458	(7,976)	1,983	3,169
汇率变动影响	(40)	(53)	-0	-0	-0
现金净增加额	6,311	24,970	(11,751)	37,395	18,608

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