

# “三支箭”渐次落地，优质房企融资格局持续改善

增持（维持）

关键词：#行业整合

投资要点

- **近年融资渠道逐一受限，民企开发商遭遇流动性危机。**近年三道红线、贷款集中度管理、预售资金监管收严等政策密集出台，地产融资端先行受阻，叠加疫情反复，信用风险事件频发。房企2023年偿债压力仍较大，流动性危机犹存，融资渠道疏通迫在眉睫。境内债，3月、7月、9月为2023年的偿债高点；境外债，2023年1季度到期偿还量为209.1亿美元，为历年最高峰，4月、9月、10月为年内偿债高点。
- **2022年以来融资通道逐一开启，落地各显神通。**1)地产融资利好政策持续落地，形成信贷、债务、股权多维度融资支持体系，政策导向彻底扭转，保市场主体（部分）思路彻底明确。2)额度看，银行授信额度近5万亿，规模大、市场信心提振作用明显；覆盖范围看，股权融资对出险房企包容度更高，覆盖面更广；申请速度看，信贷融资涉及参与者少、申请速度更快。3)落地进展看，第一支箭”银行授信规模大，合计近5万亿，落地进度与房企投资及预售相关；“第二支箭”正逐步落地，中债增担保的中期票据合计超百亿元；“第三只箭”预计开放窗口期较短，目前上市房企积极响应，已公告再融资预案对应的金额合计超300亿。
- **央国企延续优势，优质民企融资格局将持续改善。**预计2023年中报前后“三支箭”对房企资产负债表修复显现，房企融资能力得到初步恢复。央国企背靠信用优势具备更好的融资能力，相对融资优势将持续扩大，而民企信心复苏滞后于行业整体，资产负债表修复将需要更多的时间。
- **投资建议：**中国房地产行业已进入到全新发展阶段，由高速发展向高质量发展转变、由“强者恒强”向“稳者恒强”转变、由解决基本居住需求向满足人民群众对美好居住品质的向往转变。近两年，房地产行业经历了大幅的波动，行业格局变化不断，销售、拿地、融资多方面规模房企间的分化愈发明显，尤以央国企和民企的分化为甚。我们认为，这种分化的趋势很难在短期内发生改变，行业的新时代已来临，能够穿越这轮行业收缩期的房企都将迎来竞争环境明显优化的行业新格局。我们推荐有扩张意愿和能力的进取型央国企以及困境反转的优质民企和混合所有制房企，如保利发展、招商蛇口、滨江集团、金地集团、新城控股。建议关注华发股份、越秀地产等。
- **风险提示：**行业下行压力超预期；疫情发展超预期；调控政策放松不及预期。

表1：重点公司估值（截至2023年1月17日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600048	保利发展	1,921.26	16.05	2.29	1.53	1.77	6.98	10.43	9.04	买入
001979	招商蛇口	1,105.92	14.29	1.34	0.55	0.61	10.72	26.02	23.57	买入
002244	滨江集团	338.84	10.89	0.97	1.23	1.47	11.14	8.82	7.35	买入
600383	金地集团	448.30	9.93	2.08	1.80	1.95	4.78	5.54	5.10	买入
601155	新城控股	483.61	21.44	5.59	3.34	3.59	3.86	6.45	6.01	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2023年01月17日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书：S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

## 行业走势



## 相关研究

《销售环比上升，各地放松态势延续》

2023-01-17

《阴霾渐散曙光已现，聚焦内生回归本源》

2023-01-13

## 内容目录

1. 融资渠道逐一受限，民企遭遇流动性危机 .....	4
2. “三支箭”融资通道逐一开启，落地各显神通 .....	7
2.1. 信贷融资：优质房企获万亿信贷支持，境内外信用将全面修复 .....	7
2.2. 债券融资：境内有展期公司允许抵押发债，无展期公司逐步向信用债恢复 .....	9
2.3. 股权融资：时隔 6 年后再放开，近期房企披露再融资额超 300 亿元 .....	10
3. 结论：“三支箭”逐渐落地，央国企延续优势，优质民企融资格局将持续改善 .....	14
4. 投资建议：进取型央国企优势扩大，优质民营和混合所有制房企困境反转 .....	16
5. 重点公司情况 .....	16
5.1. 保利发展：维持积极投资节奏，央企龙头行稳致远 .....	16
5.2. 招商蛇口：依托招商局集团资源禀赋，产融结合保障长期成长 .....	17
5.3. 滨江集团：区域龙头深耕江浙，积极拿地逆势扩张 .....	18
5.4. 金地集团：布局合理投资稳健，销售排名逆市而上 .....	18
5.5. 新城控股：优质民企典范，住宅地产+商业地产双轮驱动 .....	19
6. 风险提示 .....	20

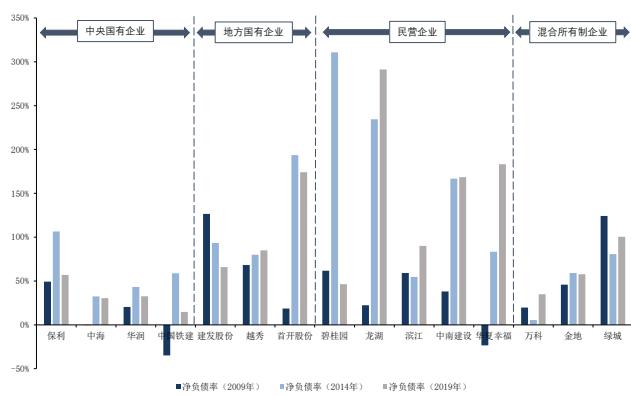
## 图表目录

图 1: 三道红线出台前民营房企净负债率处于高位.....	4
图 2: 2009-2019 民营房企扣预资产负债率上升明显.....	4
图 3: 房企的现金流入逐渐减少.....	5
图 4: 开发资金降幅连续 8 个月超 20%.....	5
图 5: 截至 2022 年 11 月房地产开发资金来源占比.....	5
图 6: 2022 年房地产行业融资难度骤增，仅在 4 月、6 月总量提振明显.....	6
图 7: 境内债到期规模维持高位.....	6
图 8: 境外债到期规模在 2023 年迎来新高峰.....	6
图 9: 2022 年融资能力分化，央国金融资总量远超民企.....	15
图 10: 2022 年央国企发债融资额占比 90%.....	15
图 11: 危机解除路径推演.....	16
图 12: 招商蛇口公司发展大事记.....	18
图 13: 金地集团发展历程.....	19
表 1: 上市房企获得银行授信情况整理.....	8
表 2: 2022 年 8 月份以来上市房企获中债增担保增信发行债券情况.....	10
表 3: 2015-2016 年房企股权增发情况.....	11
表 4: 11 月 28 日以来上市房企股权融资情况.....	13

## 1. 融资渠道逐一受限，民企遭遇流动性危机

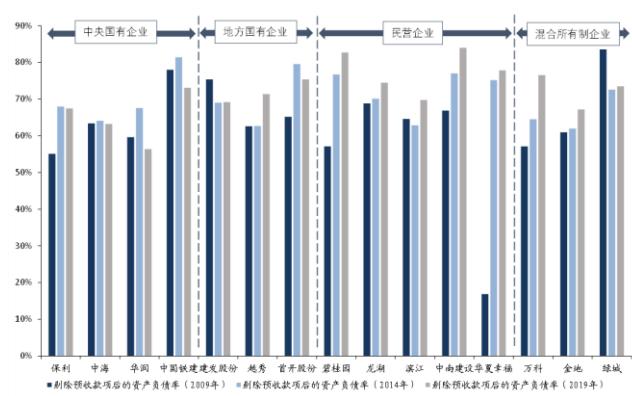
本轮地产下行开端是供给侧过快去杠杆造成民营房企资金链的断裂，近年三道红线、贷款集中度管理、预售资金监管收严等政策密集出台，地产融资端先行受阻，叠加疫情反复，信用风险事件频发，使得金融机构和居民信心受挫，资产价格下跌，最后传导到销售端，造成融资与销售回款双紧、行业总量缩表，带来行业下行的“负向循环”。2014年以来，随着房地产上行周期的持续，多种标准化与非标债务融资纷纷进场，我国居民杠杆水平与房地产企业负债快速攀升；2016年，“房住不炒”首次提出；2017年12月，监管部门发布《关于规范银信类业务的通知》时强调，商业银行和信托公司开展银信类业务时不得将信托资金违规投向房地产，这一规定提升了房企通过信托进行融资的难度；2018年，央行在年度工作会议提出需要加强房地产金融的宏观审慎管理，并在2020年提出要加快建立房地产金融长效管理机制；2020年8月23日，住建部协同中国人民银行召开房地产企业座谈会，在前期广泛征求意见的基础上，形成了房地产企业融资管理规则，即“三条红线”政策；2020年9月27日，监管机构要求大型商业银行压低、控制个人按揭贷款等房地产贷款规模，新增居民住房贷款占比不得高于30%，这一规定对房企加速销售回款也形成了压制。严苛融资限制下，房企借新还旧受阻，流动性风险导致信用违约潮愈演愈烈。行业信用下行周期蔓延的本质原因在于融资来源压降导致“借新还旧”受阻，叠加销售下滑与保交付政策下的监管压力，使得房企切实面临流动性风险，房企违约事件频发。

图1：三道红线出台前民营房企净负债率处于高位



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

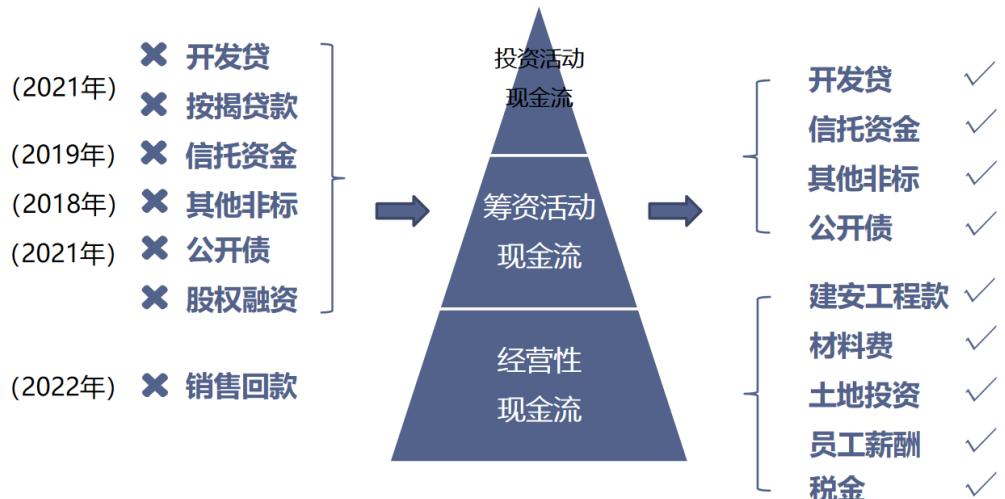
图2：2009-2019 民营房企扣预资产负债率上升明显



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

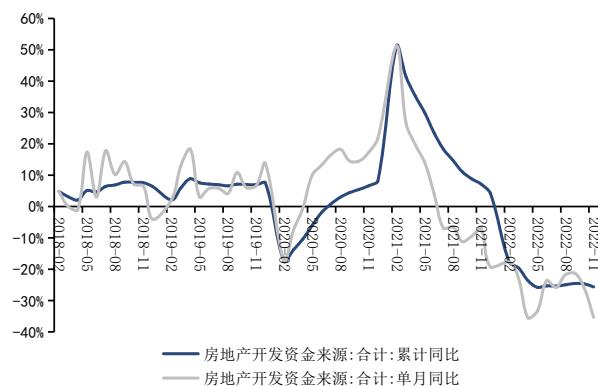
2022年房企到位资金收缩明显，开发资金来源累计值和单月值降幅连续8个月超20%。房企开发资金主要来源有自筹、境内外各种产品融资，以及来自其他各具特色的资金渠道。自2022年4月以来，房地产开发资金来源累计值和单月值同比降幅均持续保持20%以上，其中，自筹资金累计降幅维持在10%以上，国内贷款累计降幅维持在25%以上，其他资金（定金及预收款、个人按揭贷款等）同比降幅近30%，利用外资从10月份开始，同比增速由正转负，房企资金压力较大。

图3：房企的现金流入逐渐减少



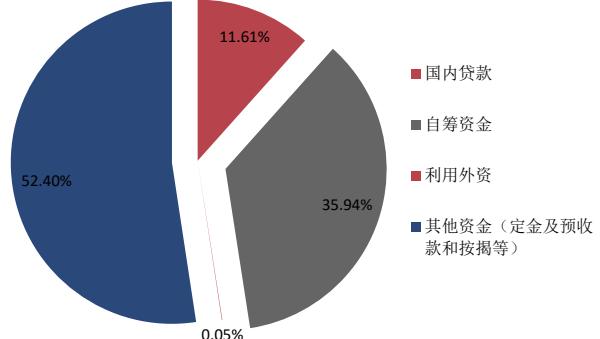
数据来源：东吴证券研究所绘制

图4：开发资金降幅连续8个月超20%



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：截至2022年11月房地产开发资金来源占比



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

分类型看，近年开发贷、公司债、信托、销售回款等资金来源均受限。前期拿地，大多通过信托、资管等方式融资；中期开发，有开发贷、供应链金融产品助力；后期销售运营，有住房按揭贷款等传统方式；商业地产还会有经营性物业抵押贷款等融资方式。

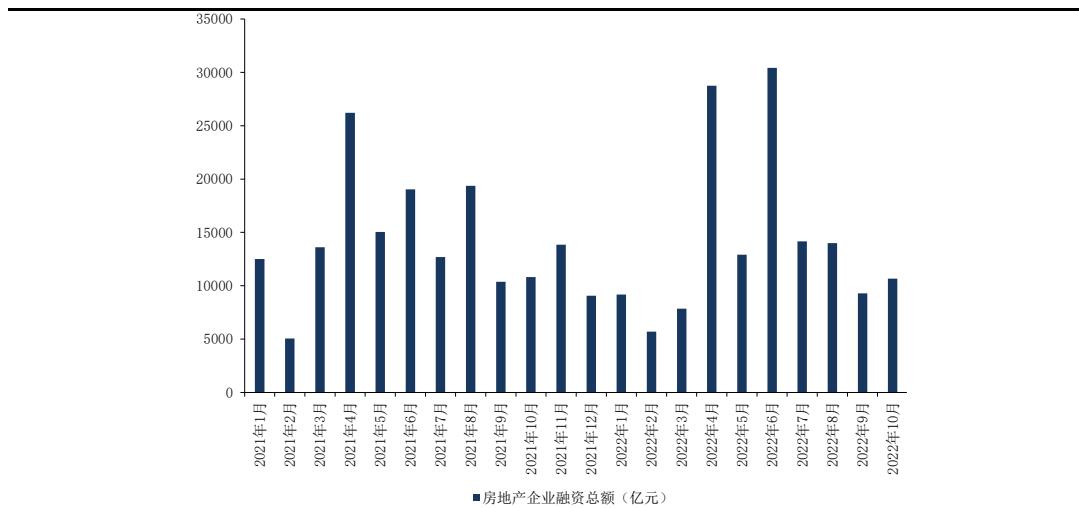
开发贷方面，国内贷款是房地产开发资金来源的重要渠道，2022年1-11月，国内贷款累计同比增速为-26.9%，11月单月同比增速为-30.5%，降幅扩大。

信用债方面，境内债券与境外债券连续多月净额为负，其中以境外债尤为明显，截至2022年12月，房企单月海外债券净融资额连续14个月为负，海外融资吃紧，而同期境内债券净融资额已经连续5个月为负，12月，境内外债的净融资额均由负转正，有所修复。

**信托融资方面**，在非标融资持续收缩的情况下，房地产信托持续收缩，房地产信托余额从2019年6月的2.93万亿高点下滑至2022年9月的1.28万亿，资金信托投向房地产占比从15.4%跌至8.5%。

**销售回款方面**，截至2022年11月，定金及预收款和个人按揭贷款累计同比增速分别为-33.6%和-26.2%，仍维持低位，主要由于市场信心不足、市场观望情绪浓厚、销售仍未回暖。2022年11月，商品房销售额累计和单月同比增速分别为-26.6%和-23.2%，降幅继续扩大。

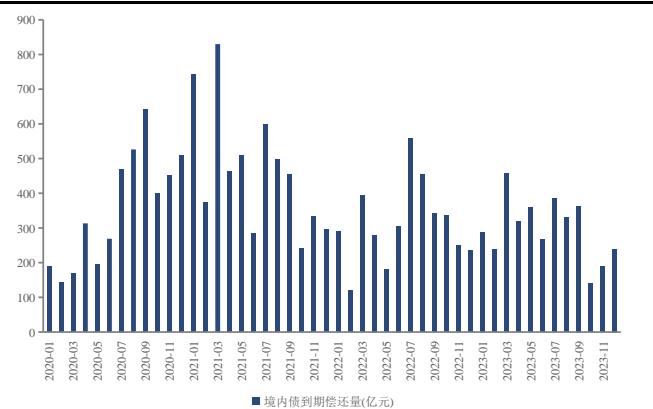
图6：2022年房地产行业融资难度骤增，仅在4月、6月总量提振明显



数据来源：中指院，东吴证券研究所

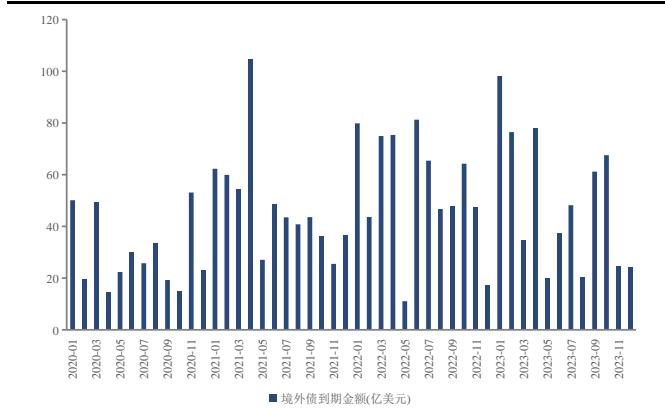
**在融资受阻的情况下，房企2023年偿债压力仍然较大，特别是境外偿债还量达新高峰，行业流动性危机犹存，融资渠道疏通迫在眉睫。**从境内债看，近年地产境内偿债高峰于2021年到达顶峰，2021、2022、2023年到期偿还金额分别为7905.8、5603.1、3766.2亿元，其中3月、7月、9月为2023年的年内偿债高点；从境外债看，2023年地产境内债迎来历史新高，2023年1季度境外债到期偿还量为209.1亿美元，为历年最高，4月、9月、10月为2023年的年内偿债高点，房企债务偿还压力加大。

图7：境内债到期规模维持高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：境外债到期规模在2023年迎来新高峰



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. “三支箭”融资通道逐一开启，落地各显神通

2022年11月以来，融资端利好政策持续落地，从交易商协会和中债增支持民营企业融资、央行和银保监发布的金融支持房地产十六条，到各大国有银行和房企签约授信额度，再到证监会支持房地产企业股权融资等，“三支箭”依次落地，形成了信贷、债务、股权的多维度融资支持政策体系，意味着政策导向彻底扭转，保市场主体（部分）的思路彻底明确。

### 2.1. 信贷融资：优质房企获万亿信贷支持，境内外信用将全面修复

#### 1) 商业银行与开发商签订战略合作协议，累计授信近5万亿

根据中指院统计，自“金融支持16条”发布实施以来，已经有60家银行向120多家房地产企业获得银行授信，累计授信金额近5万亿元。本次授信的资金用途主要用于房地产开发、按揭、并购、债券承销与投资，另有融资租赁、保函置换预售监管资金、供应链融资及结算服务等融资合作模式，涵盖了房企经营的各个环节，覆盖面较广。

分银行看，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行率先行动，先后与万科、绿城中国、龙湖等优质房企建立战略合作。股份制银行和城商行紧随其后，持续落实房企授信，支持房企正常经营。如兴业银行对万科、中海等房企授信超4000亿元；上海银行对滨江、仁恒置地等企业授信超400亿元。根据中指院统计，自“金融支持16条”发布实施以来，已经有超60家银行向百余家房地产企业获得银行授信，累计授信金额近5万亿元。

分房企看，2022年11月24日-2023年1月13日，万科、绿城中国受到银行授信个数最多，均超过10家，龙湖集团、美的置业、碧桂园受到9家及以上银行授信，中海地产、滨江集团、华润置地、金地集团、招商蛇口、保利发展等房企也受到5家及以上银行授信。从上市房企看，已有近40家上市房企获得银行授信，其中央国企、民企、混合所有制房企数量分别为17、15、5家。

从授信到实际放款需要抵押物，房企“三好生”将迎来困境反转的阶段性改善。授信是银行对房企做出的口头承诺，未来实际放款仍需要有效、足额的抵押物，具体放款数量取决于抵押物的质量。出险的问题房企的很多土地、停工项目之前为了自救，大都已抵押，后续能拿出来抵押的已经不多、举步维艰，未来优质企业资金环境将大幅改善。

表1：上市房企获得银行授信情况整理

房企获银行授信协议/战略合作协议情况（截至1月13日）							
公司名称	证券代码	企业性质	获得授信银行数量（个）	公司名称	证券代码	企业性质	获得授信银行数量（个）
<b>混合所有制&amp;民营房企合计</b>				<b>央国企合计</b>			
万科	000002.SZ	混合所有制	11	中海地产	0688.HK	中央国有	7
绿城中国	3900.HK	混合所有制	10	华润置地	1109.HK	中央国有	6
金地集团	600383.SH	混合所有制	6	保利发展	600048.SH	中央国有	5
建业地产	0832.HK	混合所有制	3	招商蛇口	001979.SZ	中央国有	5
远洋集团	3377.HK	混合所有制	2	大悦城	000031.SZ	中央国有	3
龙湖集团	0960.HK	民营房企	9	华侨城	000069.SZ	中央国有	2
美的置业	3990.HK	民营房企	9	中国金茂	0817.HK	中央国有	2
碧桂园	2007.HK	民营房企	9	中国交建	1800.HK	中央国有	1
滨江集团	002244.SZ	民营房企	7	信达地产	600657.SH	中央国有	1
金辉控股	9993.HK	民营房企	5	首开股份	600376.SH	地方国有	3
中骏集团控股	1966.HK	民营房企	4	越秀地产	0123.HK	地方国有	3
金科股份	000656.SZ	民营房企	3	建发房产	1908.HK	地方国有	3
旭辉控股集团	0884.HK	民营房企	3	华发股份	600325.SH	地方国有	3
宝龙地产	1238.HK	民营房企	3	中国武夷	000797.SZ	地方国有	3
融创中国	1918.HK	民营房企	2	格力地产	600185.SH	地方国有	1
新城控股	601155.SH	民营房企	2	中华企业	600675.SH	地方国有	1
合生创展集团	0754.HK	民营房企	2	陆家嘴	600663.SH	地方国有	1
瑞安房地产	0272.HK	民营房企	1				
德信中国	2019.HK	民营房企	1				
雅居乐集团	3383.HK	民营房企	1				
正荣地产	6158.HK	民营房企	1				

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2) 保函置换监管资金，缓解优质房企流动性压力

11月14日，中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》（以下简称《通知》），指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。

《通知》明确商业银行与优质房企开展保函置换预售监管资金业务，置换金额不超过监管账户中保交付所需资金额度的30%，保函期限与项目建设周期相匹配，置换资金优

先用于项目建设、偿还项目到期债务等。

《通知》从全国层面对置换的预售资金做了明确要求，政策覆盖面明显提升，可有效缓解优质房企流动性压力，房企能根据各地在建项目进度合理安排工程推进，保障项目如期交付，恢复居民端购买期房信心。12月1日，兴业银行为龙湖集团在合肥市房地产开发项目出具现金保函置换预售监管资金1.9亿元。

### 3) 内保外贷支持房企跨境增信

11月21日，全国性商业银行信贷工作座谈会上，央行副行长潘功胜提到，通过内保外贷业务跨境增信支持房企海外融资，商业银行境外分支行要加大对优质房企内保外贷业务的支持力度，加快项目落地。

“内保外贷”的实施，是对“第一支箭”的补充，政策从境内信贷支持拓展到境外，体现了监管层全面修复房金融资市场的决心，有利于稳定境内外投资者信心。12月9日，中国银行利用境内外市场资源，成功为龙湖集团提供“内保外贷”业务，该笔贷款规模为7亿元，已于12月9日实现提款。中行境内外两家机构共同参与，中国银行重庆分行为龙湖集团开立人民币融资性保函，中银香港以人民币保函为担保，为龙湖集团境外企业提供贷款融资。

## 2.2. 债券融资：境内有展期公司允许抵押发债，无展期公司逐步向信用债恢复

11月8日，交易商协会发文称，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（即“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，这是今年第三次推出民企增信融资的新政。

“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。此次政策将房地产企业单独列出，房金融资规模扩大，首单融资业务迅速启动，增信服务费率低于市场化民企增信服务费率50%，政策落地时间明显提速。

在第二支箭发出后，优质房企优质民企陆续开展储架式注册发行工作，合计申请规模超1300亿元。其中，储架式发行的公司在注册有效期内可分期公开发行超短期融资券、短期融资券、中期票据、永续票据、资产支持票据、绿色债务融资工具等产品，也可定向发行相关产品，每期发行时确定当期主承销商、发行产品、发行规模、发行期限等要素。11月以来，有龙湖集团、美的置业、新城控股、万科、金地集团、金辉集团、旭辉控股、绿城中国等房企申请储架式注册，合计申请规模超1300亿元，用于补充流动性。

截至2023年1月9日，中债信用增进公司已通过公开业务邮箱收到上百家民营房

企增信业务意向，并已向多家民营房企出具了发债信用增进函，2022年8月以来，地产公司已发行的由中债增担保的中期票据合计近140亿元。2022年8-10月，中债增通过全额担保的方式为优质民企龙湖集团、美的置业、新城控股、碧桂园、旭辉集团、卓越商管提供发债信用支持，合计发债规模68亿元，票面利率3.2%-3.5%，认购倍数基本大于2。2022年11月以来，有龙湖、美的置业、碧桂园、新城控股、金辉集团5家房企发行了由中债增担保的中期票据，合计发行金额77亿元。从票面利率看，碧桂园、新城控股、金辉集团中票发行的票面利率分别为4.3%、4.3%和4.0%，要明显高于龙湖集团的3%、美的置业的2.99%。

近期宝龙实业首期15亿中票已获交易商协会受理，由中债增提供担保，第一家境内债展期主体开始新发债券。

表2：2022年8月份以来上市房企获中债增担保增信发行债券情况

上市房企获中债增担保增信发行债券情况（截至至2023年1月13日）						
公司名称	证券代码	企业性质	储架式额度 (亿元)	当前进度	中票发行金额 (亿元)	当前进度
龙湖集团	0960.HK	民营房企	200	交易商协会已受理	35	已发行
美的置业	3990.HK	民营房企	150	交易商协会已受理	25	已发行
新城控股	601155.SH	民营房企	150	交易商协会已受理	30	已发行
碧桂园	2007.HK	民营房企	-	-	25	已发行
旭辉集团	0884.HK	民营房企	150	向交易商协会表达发行意向	12	已发行
金辉集团	9993.HK	民营房企	20	交易商协会已受理	12	已发行
宝龙地产	1238.HK	民营房企	40	已申报	15	已受理
雅居乐集团	3383.HK	民营房企	20	已申报	18	待上会
中骏集团控股	1966.HK	民营房企	30	已申报	15	待上会
万科	000002.SZ	混合所有制	280	交易商协会已受理	-	
金地集团	600383.SH	混合所有制	150	交易商协会已受理	-	
绿城中国	3900.HK	混合所有制	110	拟报送注册发行计划	-	

资料来源：公司公告整理，东吴证券研究所

### 2.3. 股权融资：时隔6年后再放开，近期房企披露再融资额超300亿元

11月28日，证监会发出“第三支箭”，决定在股权融资方面调整优化五项措施，恢复上市房企和涉房上市公司再融资。包括：1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策；4) 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5) 积极发挥私募股权投资基金作用。

相较于“第一支箭”的信贷和“第二支箭”的债券，“第三支箭”股权融资既能给房企“输血”，又不增加房企的负债，有助于改善房企资产负债表。其中，并购重组的恢复，尤其利好优质房企，其收购或者控股其他企业的机会大大增加，利于行业出清。对于“暴雷”房企，可通过重组等方式，理清各自债务关系，推动行业良性发展。

房企股权融资时隔6年后再次放开，地产行业在A股历史上经历几轮股权融资的

放开与收紧，总体而言放开期远短于收紧期。2010年4月，为抑制房地产投资过热，国常会提出“对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监会暂停批准其上市、再融资和重大资产重组”；证监会称将会对两类企业的股权融资征求国土资源部的意见。之后A股房企股权融资基本停滞。2015年1月，证监会宣布房地产再融资业务取消国土部事前审查，股权融资重新开放。一年半后的2016年7月，为约束房企过度加杠杆融资，股权融资再次停滞。此次“阀门”重启，房企恢复再融资能力，其募集的资金可用于补充流动资金、偿还债务等，有助于房企减轻当前资金压力。

复盘上轮（2015-2016年）房地产行业股权融资开放窗口情况，整体看，在“阀门”打开后，房企股权融资进程明显加快，融资总额超2800亿元，融资公司数量共47家，以增发为主、央国企融资金额占比高。分类型看，增发、IPO、配股融资金额分别为2335、502、29亿元，占比分别为81.5%、17.5%、1.0%。分企业类型看，央国企和民企融资金额分别为1986、879亿元，占比分别为69.3%、30.7%。分企业看，融资金额靠前的企业为绿地控股、招商蛇口、海南机场，分别为645.4、567.3、240亿元，均为央国企。

表3：2015-2016年房企股权增发情况

融资时间	公司	募集资金(亿元)	公司性质	融资时间	公司	募集资金(亿元)	公司性质
合计	43家	2,335		2015-12	黑牡丹	16.0	
2015-02	卓朗科技	17.0		2015-12	中洲控股	20.0	
2015-03	世荣兆业	10.3		2015-12	苏宁环球	38.0	
2015-04	新华联	21.0		2015-12	空港股份	6.0	央国企
2015-04	蓝光发展	89.4		2015-12	荣盛发展	50.3	
2015-04	我爱我家	23.5		2015-12	阳光城	45.0	
2015-05	苏州高新	13.0	央国企	2016-01	招商蛇口	118.5	央国企
2015-05	世联行	11.4		2016-01	中天金融	30.0	
2015-06	绿地控股	645.4	央国企	2016-01	凤凰股份	15.1	央国企
2015-08	南山控股	55.6	央国企	2016-01	华夏幸福	70.0	
2015-08	浦东金桥	27.2	央国企	2016-01	福星股份	30.0	
2015-08	市北高新	19.0	央国企	2016-01	上实发展	39.0	央国企
2015-09	济南高新	10.6	央国企	2016-02	光大嘉宝	18.2	央国企
2015-09	财信发展	10.5		2016-03	粤泰股份	57.8	
2015-09	ST泰禾	40.0		2016-03	滨江集团	27.5	
2015-10	上海临港	36.1	央国企	2016-04	中南建设	46.4	
2015-11	光明地产	76.6	央国企	2016-06	顺发恒业	16.0	
2015-11	华发股份	43.1	央国企	2016-06	保利发展	90.0	央国企
2015-11	新湖中宝	50.0		2016-06	三湘印象	28.1	
2015-11	中天服务	17.0		2016-06	首开股份	40.0	央国企
2015-12	香江控股	46.0		2016-07	南国置业	15.3	央国企
2015-12	世茂股份	15.0		2016-07	海南机场	240.0	央国企

资料来源：公司公告整理，东吴证券研究所

自 2022 年 11 月 28 日以来，已经有碧桂园、雅居乐、大名城、建发国际、新湖中宝、陆家嘴、华夏幸福等 29 家房企披露再融资计划，融资方式包含配股和定向增发，合计再融资金额超 300 亿元。

从资金用途看，本次房企再融资资金用途主要分为：用于政策支持的项目开发，比如“保交楼、保民生”项目、经济适用房、旧城改造拆迁安置住房建设等；用于偿还有息负债；用于一般营运资金、扩大经营优势；发行股份购买资产，推进内外部资源整合，比如 12 月 5 日，招商蛇口拟通过发行股份购买深投控持有的南油集团 24% 的股权、招商局投资发展持有的招商前海实业 2.89% 股权并募集配套资金。

分企业性质看，有 18 家民营房企、10 家国有房企和 1 家混合所有制企业，民企和国企再融资金额分别为 220 亿元和 127 亿元。

分上市地点看，A 股主要进行定增，进度相对更慢，H 股均为配售，截至目前 7 家港交所上市的公司均已完成配售。并且，从募资用途看，A 股主要用于“保交楼”，H 股主要用于偿还债务和补充流动资金，比如碧桂园、新城发展强调募集资金用于偿还“境外债务”，德信中国、旭辉控股指出募集资金用于偿还“现有债务本息”。

分企业类型看，本次股权融资包括未出险房企以及出险房企，在放开再融资的规定中，针对 A 股非公开发行股票的限制条件里，没有包含企业是否债务违约，此次再融资放开能够缓解部分出险房企的流动性危机。比如，华夏幸福已于 12 月 2 日成功发布定增公告，拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。

表4：11月28日以来上市房企股权融资情况

房企获银行授信协议/战略合作协议情况（截至至 2023 年 1 月 13 日）									
公司名称	证券代码	企业性质	股权融资 资金额 (亿元)	最新进展	公司名称	证券代码	企业性质	股权融资 资金额 (亿元)	最新进展
万科	000002.SZ	混合所有制	30	审议通过发行 H 股方案	招商蛇口	001979.SZ	中央国有	-	发布定增预案
大名城	600094.SH	民营房企	13	发布定增预案	北新路桥	002307.SZ	地方国有	-	启动定增
福星股份	000926.SZ	民营房企	-	发布定增预案	天地源	600665.SH	地方国有	-	启动定增
世茂股份	600823.SH	民营房企	-	启动定增	格力地产	600185.SH	地方国有	8	发布定增预案
新湖中宝	600208.SH	民营房企	-	启动定增	陆家嘴	600663.SH	地方国有	-	发布定增预案
华夏幸福	600340.SH	民营房企	-	启动定增	外高桥	600648.SH	地方国有	35	发布定增预案
金科股份	000656.SZ	民营房企	-	启动定增	华发股份	600325.SH	地方国有	60	已受理
冠城大通	600067.SH	民营房企	10	启动定增	中华企业	600675.SH	地方国有	-	启动定增
嘉凯城	000918.SZ	民营房企	43	发布定增预案	新黄浦	600638.SH	地方国有	17	发布定增预案
迪马股份	600565.SH	民营房企	17	启动定增	建发国际集团	1908.HK	地方国有	7	完成配售
三湘印象	000863.SZ	民营房企	9	发布定增预案					
荣盛发展	002146.SZ	民营房企	-	发布定增预案					
中南建设	000961.SZ	民营房企	28	发布定增预案					
碧桂园	2007.HK	民营房企	42	完成配售					
新城发展	1030.HK	民营房企	2	完成配售					
德信中国	2019.HK	民营房企	4	完成配售					
合景泰富集团	1813.HK	民营房企	6	完成配售					
雅居乐集团	3383.HK	民营房企	16	完成配售					
旭辉控股集团	0884.HK	民营房企	30	完成配售					

资料来源：公司公告整理，东吴证券研究所

### 3. 结论：“三支箭”逐渐落地，央国企延续优势，优质民企融资格局将持续改善

伴随 2021 年下半年以来行业温度骤降市场情绪低迷，民营房企信用风险不断显现，房地产行业融资难度骤增。根据中指院数据，2022 年 1-12 月，房地产行业非银类融资同比下降 50.7%，各渠道融资金额同比均出现下降，海外债、信托降幅超八成。分企业类型融资看，央国企成为发债主力，2022 年央国企信用债发行规模占比达 82.4%，同比增加 8.7 个百分点，而民企发行规模占比下降 9.4 个百分点。在 2022 年央国企不仅相较民金融资能力明显居高，和 2021 年同期相比也有明显融资总量提升，央国企凭借着良好的信用优势逆势融资，在 2022 年享受了宏观流动性宽松的红利，其融资规模均大于 2021 年同期。

整体看，三箭齐发的政策效果值得期待，从额度看，银行授信额度近 5 万亿，规模大、市场信心提振作用明显；从覆盖范围看，股权融资对出险房企包容度更高，覆盖面更广；从申请速度看，信贷融资涉及参与者少、申请速度更快，并且配股融资比定增速度更快。

从额度看，信贷>债券≈股权。截至目前，银行给予房企授信额度近 5 万亿。交易商协会表示，将继续推进并扩大“第二支箭”，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续有望继续扩容，叠加跨境增信，债务融资总支持额度将更高。股权融资并没有限制融资额度，参考 2015-2016 年放开后，房企融资金额近 3000 亿元，此次股权融资放开后，房企资金支持效果值得期待。

从覆盖范围看，股权>债券>信贷。不管是信贷融资还是债务融资，都需要优质抵押资产才能够发挥作用，仅作用于优质未出险房企，覆盖面明显受限，而股权融资覆盖面相对更广，不仅能够满足优质企业的融资需求，对于已经出险的企业有更强的包容性。

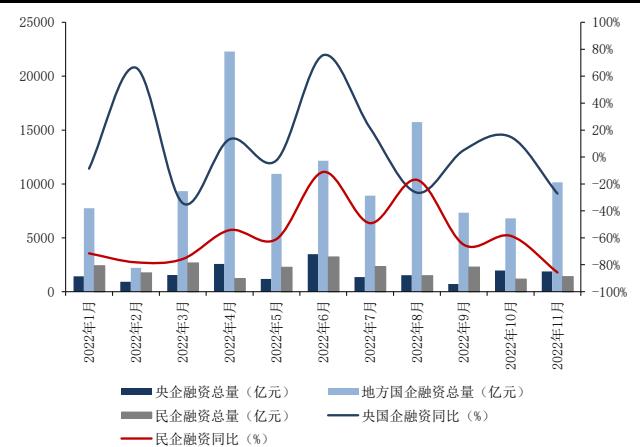
从申请速度看，信贷>股权>债券。在我国，申请信贷融资的参与方是借贷双方，申请信贷融资涉及的参与者少、手续办理更简便，申请速度更快，相比来说债券涉及项目参与者较多，办理速度相对较慢。股权融资中配股融资的进度快于定增，目前看港股上市房企基本已完成配股，而 A 股定增企业目前仍处在公告和预案阶段。

具体效果仍需看落地执行力度，从最新的“三支箭”落地进展看，“第一支箭”和“第二支箭”正逐渐落地；“第三支箭”落地仍需时日，定增预案至发行成功仍有一段时间。“第一支箭”正在逐渐落地，但由于开发贷、按揭贷款等发放与房企的投资、预售情况相关，信贷额度会向维持正常经营状态的房企倾斜，未出险的民营房企边际改善，真正的出险房企难以获得资金支持。“第二支箭”正在逐步落地，由中债增担保的中期票据合计超百亿元。“第三只箭”落地仍需时日，目前上市房企积极响应并启动股权融资，已公告再融资金额合计近 300 亿元，但定增预案至发行成功仍有一段时间，一般会

在3到6个月左右。

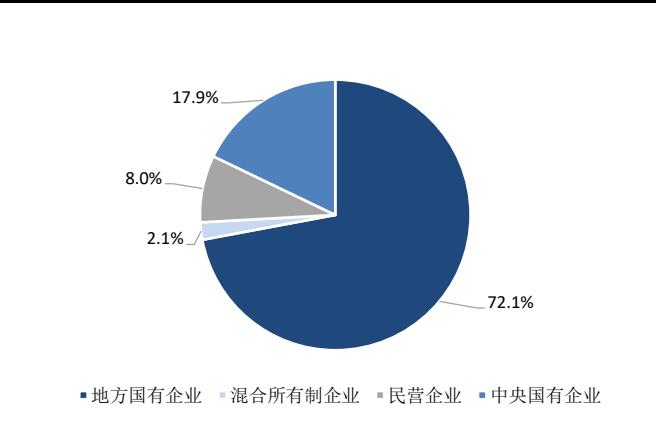
未来，优质房金融资格局将持续改善，行业继续出清。我们认为，2022年11月融资政策风向扭转边际最利好优质民企，而央国企融资优势依旧，行业正常融资需求逐步恢复，但不改变供给侧出清的大趋势。其中，“第一支箭”签约房企主要包括碧桂园、美的置业等尚未出险、信用资质良好的民营房企，也包括保利发展、招商蛇口、中海发展等央企国企；“第二支箭”直指优质民营房企，并且保函置换预售监管资金表示“支持优质房地产企业合理使用预售监管资金、与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务”等；“第三支箭”明确表示“支持实施改善优质房企资产负债表”，且定向增发能否顺利，也取决于参与定增的投资人视企业性质、财务安全和具体定增用途的判断。融资政策放松，直指下行周期中坚挺自救的优质房企，行业供给侧出清大趋势不变。

图9：2022年融资能力分化，央国企融资总量远超民企



数据来源：Wind，东吴证券研究所

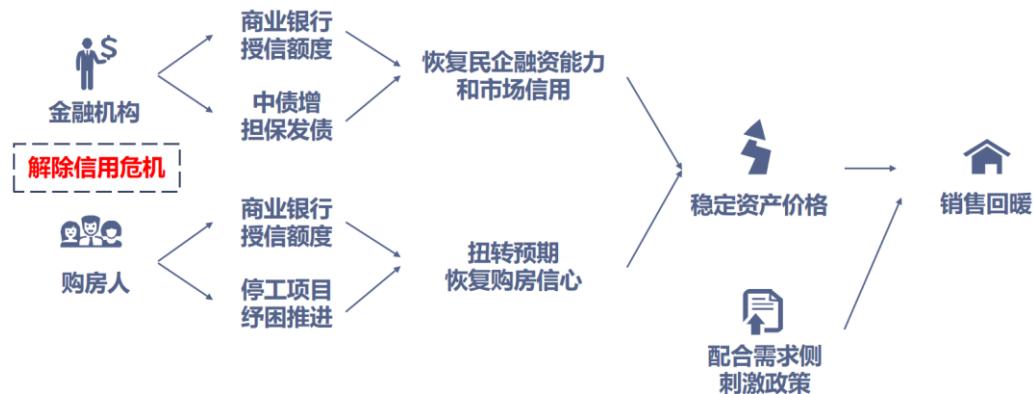
图10：2022年央国企发债融资额占比90%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计2023年中报前后“三支箭”对房企的资产负债表修复逐步显现，房金融资能力得到初步恢复。央国企背靠信用优势具备更好的融资能力，相对融资优势将持续扩大，而民企信心复苏滞后于行业整体，资产负债表修复将需要更多的时间。11月第二支箭、第三支箭、金融16条、保函置换预售监管资金等政策密集出台，房地产融资环境正在改善。2022年12月以来风险事件出现频次明显降低，行业最艰难时刻很快将过去。我们认为，“三支箭”涉及的资金落地将是打开行业复苏局面的关键点，预计“三支箭”对房企的资产负债表修复将在2023年中报前后显现，房金融资能力得到初步恢复，引发市场对房地产行业供给主体的信心修复，与因城施策空间逐步打开下的销售复苏在2023年二、三季度形成共振，实现市场最终恢复正常循环。但民营类型房企的信用修复需政策持续出台以及资金方、优质房企等多方合力巩固，资产负债表的修复也将需要更多的时间。

图11：危机解除路径推演



数据来源：东吴证券研究所绘制

#### 4. 投资建议：进取型央国企优势扩大，优质民营和混合所有制房企困境反转

中国房地产行业已经进入到了全新的发展阶段，由高速发展向高质量发展转变、由“强者恒强”向“稳者恒强”转变、由解决基本居住需求向满足人民群众对美好居住品质的向往转变。近两年，房地产行业经历了大幅的波动，行业格局变化不断，无论在销售、拿地还是融资方面规模房企间的分化愈发明显，尤以央国企和民企的分化为甚。我们认为，这种分化的趋势很难在短期内发生改变，行业的新时代已来临，能够穿越这轮行业收缩期的房企都将迎来竞争环境明显优化的行业新格局。

从房地产开发业务看，未来具备交付信用优势、融资优势、拿地优势的进取型头部国央企市占率将提升。当前购房者对民企开发的楼盘持谨慎、观望态度，会选择转向拥有较好信用的国央企楼盘，所以部分国央企销售出现逆势上涨的情况。后续进取型国央企有望将融资优势转化为拿地和销售优势，并将优势进一步扩大。我们推荐保利发展、招商蛇口，建议关注华发股份、越秀地产。

在多维度稳楼市政策出台的背景下，稳健经营的优质民营和混合所有制房企困境反转，资金压力减弱，助力其与进取型国央企重组整个行业。2022年，稳楼市“三箭齐发”，形成了信贷、债券、股权等三大融资政策支持体系，从保交楼到保房企三好生，优质民企率先迎来融资窗口期，其可借此融资机会快速修复其资产负债表，厘清需偿还债务的资金头寸后，及早重新开启土地投资，为开发业务的恢复奠定基础。我们推荐滨江集团、新城控股、金地集团。

#### 5. 重点公司情况

##### 5.1. 保利发展：维持积极投资节奏，央企龙头行稳致远

**背靠保利集团，产业链资源充沛，股权结构稳定。**中国保利集团通过直接或间接方式持有公司股份，为公司实控人，截至 2022 年 9 月 30 日，保利南方集团有限公司、中国保利集团有限公司分别持股 37.7%、2.8%，股权结构稳定。主要管理层均拥有地产行业丰富经验，大多在保利发展、保利集团扎根多年。公司持续完善激励机制，激发内生高质量发展动力。

**以不动产开发为主业，精准定位刚需和改善性需求。**公司战略稳定，以不动产开发为主业，坚持核心城市深耕。产品方面，对标全球领先房企产品和未来趋势，公司精准定位刚需和改善性需求，形成“康居、善居、逸居、尊居”等不同定位的品牌系列项目。此外，综合服务、不动产金融服务等业务协同发展，共建不动产生态发展平台。

**坚持核心城市深耕，保持拿地投资节奏。**根据公司第三季度报告数据，2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日，拿地强度 38.6%，较 2021 年同期提升 3.6 个百分点，新拓展项目 70 个，新增容积率面积 771 万平方米，聚焦长三角、珠三角、海西等深耕城市群的核心城市及区位，38 个核心城市拓展金额占比 90%，上海、厦门、广州三个核心城市合计占比超 45%，潜在盈利能力高。

**销售表现明显优于同期百强，排名升至行业第二。**据公司第三季度报告数据，2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日，公司实现销售金额 3201.0 亿元，同比下降 22.0%，实现销售面积 1920.5 万平，同比下降 24.5%，但表现明显优于同期百强房企 45.8% 的降幅，且销售回笼率达到 91.8%，销售排名由 2021 年末的行业第四升至第二。

## 5.2. 招商蛇口：依托招商局集团资源禀赋，产融结合保障长期成长

**背靠招商局资源禀赋，股权结构稳定。**招商局蛇口工业区控股股份有限公司（简称“招商蛇口”）是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业。截至 2022 年 9 月 30 日，公司实际控制人为招商局集团，直接持有公司 59.5% 股份，此外，通过子公司招商局轮船有限公司间接持有公司 5.3% 股权，母公司对子公司表决权比例达 64.8%，股权结构稳定。

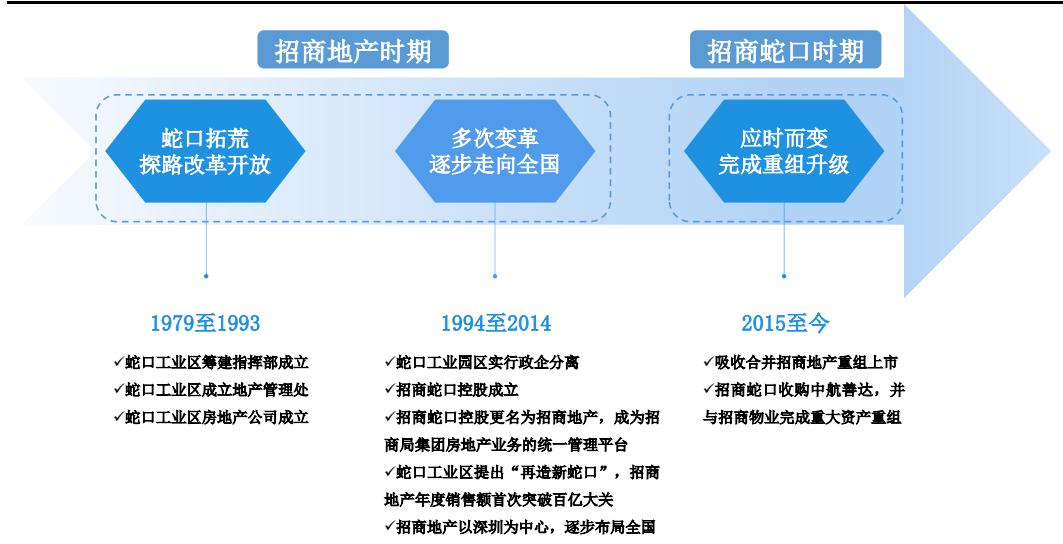
**“前港-中区-后城”模式促进产业协同发展，产融结合构建多层级盈利结构。**公司主营社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块。社区开发与运营聚焦精品住宅开发与运营；园区开发与运营深耕园区开发与运营，在国内多个城市打造特色产业新城；邮轮产业建设与运营旨在构建港+船+生态的业务体系。

**聚焦高能级城市，拿地积极。**公司拿地主要聚焦在上海、深圳、杭州等高能级一二线城市。根据公司第三季度报告数据，2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日，公司共获取 43 宗土地，拿地力度 51%，新增土储建面一二线城市占比为 84%。

**销售表现优于同期百强房企，销售额位居行业第六。**根据公司第三季度报告数据，2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日，公司累计签约销售面积 753.0 万平方米，同比减少 27.5%，累计签约销售金额 2016.1 亿元，同比减少 16.3%，但明显优于同期百强房企 45.8% 的降

幅。另外，根据克而瑞销售榜单，2022年全年招商蛇口累计销售额位列行业第6位。

图12：招商蛇口公司发展大事记



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 5.3. 滨江集团：区域龙头深耕江浙，积极拿地逆势扩张

**公司股权集中且稳定，管理团队经验丰富且稳定。**根据2022年三季报数据，公司实际控制人戚金兴合计持有公司股份57.3%，戚金兴、戚加奇、阿巴马元享红利71/72/74号私募证券投资基金为一致行动人，合计控股61.4%，股权结构稳定且集中。高管团队大多在公司任职15年以上，团队稳定。

**稳健经营主业下适度转型，产品品质高且覆盖各类需求。**公司连续30年深耕地产板块，自2019年以来，一直保持千亿以上销售规模。在发展主业基础上，适度转型升级，搭建“服务+租赁+酒店+养老+产业投资”的多元发展蓝图。公司已成功建立定制、豪华、经典、舒适四大产品体系十五个标准版本。

**杭州市场地位稳固，2022年逆势增储。**2022年1月1日-9月30日，公司新增土储建筑面积合计442.1万平方米，拿地强度达到70.1%，行业领先。在杭州2022年前三批次集中供地中，公司合计新增26个项目，合计可售货值为849.4亿元。

**销售排名大幅前进，杭州市场地位稳固。**根据克而瑞数据，2022年，公司全年累计销售金额1539.3亿元，位列全国房企排行榜第13位，同比2021年大幅前进9位，且位列杭州市第一。此外，2022年，滨江集团现金回笼全年完成690亿元，比2021年的683亿略有增加。

### 5.4. 金地集团：布局合理投资稳健，销售排名逆市而上

**公司为混合所有制公司，股权结构、管理层相对稳定。**金地集团1988年在深圳成立，2001年在上交所上市。大股东为险资，无实际控制人。截至2022年9月30日，第一大股东富德人寿持股29.8%，第二大股东深圳福田区国资委控股的深圳福田投资控股，

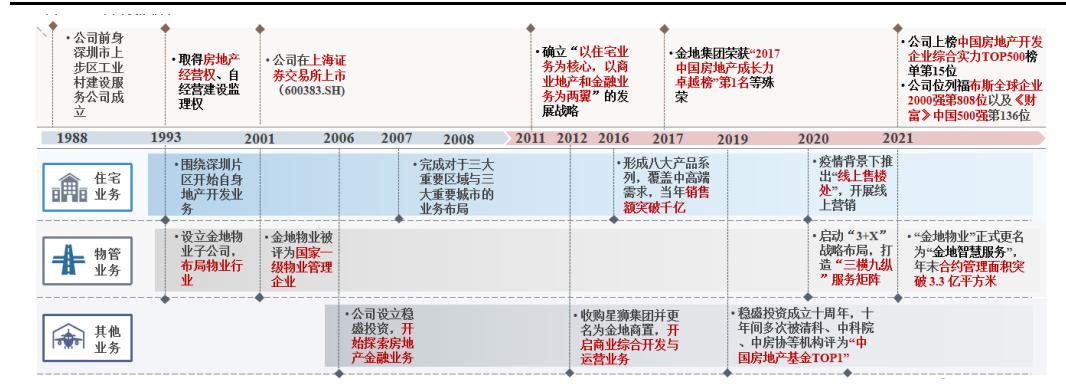
持股 7.8%，第三大股东大家人寿持股 4.2%，近年前三大股东股权结构基本保持稳定。9 个执行董事席位中，金地管理层占 6 席，拥有充分自主决策权，保障治理稳定性。

**以房地产开发为主营业务，九大产品谱系满足各类需求。**公司自成立起深耕深圳，2001 年起开始布局全国发展房地产开发业务，重点布局高能级城市。不断完善产品体系，至今已形成包括“褐石、名仕、峯范、世家、格林、未来、风华、峯汇、至尚”的九大产品谱系。

**坚持深耕一二线核心城市，维持适度投资节奏。**根据公司第三季度报告数据，2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日，公司新增土储 171 万平方米，新增土储权益占比 40.1%，全口径拿地销售比 13.4%，一二线城市新增投资额占比超 80%，可售资源 1900 亿元，约 68% 集中于一二线城市。公司聚焦高能级城市土地储备保障了业绩的持续稳定增长。

**布局城市市场稳定，销售排名逆势上升。**2016 年金地首次进入千亿房企梯队，2019 年突破两千亿大关。据公司第三季度报告数据，2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日，公司实现销售 1630.8 亿元，同比下降 28.7%，实现销售面积 706.4 万平方米，同比下降 33.5%，但销售表现优于同期百强房企 45.4% 的降幅。销售排名继 2021 年后再次进入房企前十。

**图13：金地集团发展历程**



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 5.5. 新城控股：优质民企典范，住宅地产+商业地产双轮驱动

**股权集中且稳定，主要管理层大多在公司任职多年。**新城控股集团 1993 年创立于江苏常州，现总部设于上海。截至 2022 年 9 月 30 日，具有同一实控人的富域发展集团有限公司、常州德润咨询管理公司合计持股 67.1%，实际控制人为王振华，公司股权集中且稳定，主要管理层大多在公司任职多年。

**住宅地产+商业地产双轮驱动。**公司坚持住宅地产和商业地产双轮驱动的运作模式，以长三角为核心，现已基本完成全国重点城市群布局。公司在 2012 年形成了自身独特的商业品牌“吾悦广场”，根据公司公告，截至 2022 年 10 月，公司在全国开业及在建的吾悦广场达 193 座。

**拿地深耕长三角区域，一二线城市土储占比最高。**根据 2022 年中报，公司土储面

积 1.31 亿平方米，可满足 2-3 年开发需求。公司坚持深耕长三角区域，并聚焦其他核心城市群，其中一、二线城市约占公司总土地储备的 37.1%，长三角区域三、四线城市约占公司总土地储备的 29.5%。

**销售仍维持在千亿阵营，排名稳定在 TOP20。**根据公司第四季度经营简报，公司 2022 年累计销售金额约 1160.5 亿元，同比下降 50.4%。根据克而瑞销售排行榜，公司 2022 年全口径销售金额位列第 19 位，较 2021 年的第 16 名略有下降，但仍稳定在 TOP20。

## 6. 风险提示

- 1) 行业下行压力超预期：若供给端政策优化不足，房企信用环境或将持续恶化，造成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；
- 2) 疫情反复、发展超预期：新冠病毒持续变异，传染性增强或导致疫情反复、发展超预期，对住房建设进度、房地产市场产生负面影响；
- 3) 调控政策放松不及预期、收紧超预期。

2023年01月17日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	16.05
一年最低/最高价	12.88/19.88
市净率(倍)	1.05
流通 A 股市值(百万元)	192,125.62
总市值(百万元)	192,125.62

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.26
资产负债率(% ,LF)	77.91
总股本(百万股)	11,970.44
流通 A 股(百万股)	11,970.44

## 相关研究

《保利发展(600048): 业绩平稳, 投资回暖, 融资成本持续走低》

2020-04-29

《保利发展(600048): 业绩靓丽, 表现均好, 行稳致远》

2020-04-15

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	285,024	281,171	312,127	348,262
同比	17%	-1%	11%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	27,388	18,325	21,136	24,069
同比	-5%	-33%	15%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.29	1.53	1.77	2.01
P/E (现价&最新股本摊薄)	6.98	10.43	9.04	7.94

关键词: #行业整合

## 投资要点

- 背靠保利集团, 产业链资源充沛, 股权结构稳定。**中国保利集团通过直接或间接方式持有公司股份, 为公司实控人, 截至 2022 年 9 月 30 日, 保利南方集团有限公司、中国保利集团有限公司分别持股 37.7%、2.8%, 股权结构稳定。主要管理层均拥有地产行业丰富经验, 大多在保利发展、保利集团扎根多年。公司持续完善激励机制, 激发内生高质量发展动力。
- 以不动产开发为主业, 精准定位刚需和改善性需求。**公司战略稳定, 以不动产开发为主业, 坚持核心城市深耕。产品方面, 对标全球领先房企产品和未来趋势, 公司精准定位刚需和改善性需求, 形成“康居、善居、逸居、尊居”等不同定位的品牌系列项目。此外, 综合服务、不动产金融服务等业务协同发展, 共建不动产生态发展平台。
- 坚持核心城市深耕, 保持拿地投资节奏。**根据公司第三季度报告数据, 2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日, 拿地强度 38.6%, 较 2021 年同期提升 3.6 个百分点, 新拓展项目 70 个, 新增容积率面积 771 万平方米, 聚焦长三角、珠三角、海西等深耕城市群的核心城市及区位, 38 个核心城市拓展金额占比 90%, 上海、厦门、广州三个核心城市合计占比超 45%, 潜在盈利能力高。
- 销售表现明显优于同期百强, 排名升至行业第二。**据公司第三季度报告数据, 2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日, 公司实现销售金额 3201.0 亿元, 同比下降 22.0%, 实现销售面积 1920.5 万平, 同比下降 24.5%, 但表现明显优于同期百强房企 45.8% 的降幅, 且销售回笼率达到 91.8%, 销售排名由 2021 年末的行业第四升至第二。
- 营收保持稳定增长, 财务安全度极高:** 2016-2021 年, 公司营业收入复合增长率 13.0%, 归母净利润复合增长率 17.3%。据公司第三季度报告数据, 2022 年前三季度公司营业收入 1563.8 亿元, 同比增长 13.0%; 归母净利润 130.9 亿元, 同比减少 3.6%。公司保持财务高度健康, “三道红线”保持绿档, 资产负债率 77.9%, 扣除预收账款后资产负债率 66.4%, 现金短债比 1.9。
- 盈利预测与投资评级:** 公司背靠保利集团, 产业资源充沛, 作为地产行业龙头, 随着行业景气回升, 盈利将低位回升。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 183.3/211.4/240.7 亿元, 对应 EPS 为 1.5/1.8/2.0 元, 对应市盈率为 10.4/9.0/8.0 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业下行压力超预期; 疫情反复、发展超预期; 调控政策放松不及预期、收紧超预期。

## 保利发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
	流动资产	1,247,342	1,233,510	1,367,425	1,455,025	营业收入	285,024	281,171	312,127
货币资金及交易性金融资产	171,508	159,790	168,734	158,117	营业成本(含金融类)	208,631	215,795	238,321	264,357
经营性应收款项	45,880	51,772	55,845	61,999	税金及附加	15,685	18,435	20,465	24,055
存货	809,656	797,602	887,006	974,487	销售费用	7,384	7,620	8,036	9,202
合同资产	478	1,129	889	1,195	管理费用	5,434	5,699	6,140	6,955
其他流动资产	219,820	223,218	254,951	259,227	研发费用	1,436	1,437	1,584	1,774
非流动资产	152,591	178,321	208,383	236,252	财务费用	3,386	3,969	4,209	4,032
长期股权投资	95,089	113,111	133,391	152,543	加:其他收益	186	180	202	224
固定资产及使用权资产	15,458	19,280	24,140	28,451	投资净收益	6,211	5,005	5,561	5,892
在建工程	571	548	521	500	公允价值变动	246	0	0	0
无形资产	404	412	403	402	减值损失	-58	-402	-54	-3
商誉	67	76	80	87	资产处置收益	16	2	10	7
长期待摊费用	498	498	498	498	营业利润	49,670	32,999	39,092	44,007
其他非流动资产	40,504	44,396	49,349	53,772	营业外净收支	365	365	365	365
资产总计	1,399,933	1,411,831	1,575,808	1,691,277	利润总额	50,035	33,364	39,456	44,372
流动负债	818,817	812,543	947,005	1,029,178	减:所得税	12,845	8,249	9,942	11,075
短期借款及一年内到期的非流动负债	64,668	65,149	65,047	65,236	净利润	37,189	25,115	29,514	33,296
经营性应付款项	140,449	154,589	175,500	164,619	减:少数股东损益	9,802	6,790	8,378	9,227
合同负债	416,017	387,273	478,129	549,012	归属母公司净利润	27,388	18,325	21,136	24,069
其他流动负债	197,683	205,532	228,328	250,311	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.29	1.53	1.77	2.01
非流动负债	278,201	278,201	278,201	278,201	EBIT	46,594	32,514	37,784	42,143
长期借款	231,904	231,904	231,904	231,904	EBITDA	48,700	37,360	42,986	47,193
应付债券	41,620	41,620	41,620	41,620	毛利率(%)	26.78	23.25	23.65	24.09
租赁负债	4,086	4,086	4,086	4,086	归母净利率(%)	9.61	6.52	6.77	6.91
其他非流动负债	592	592	592	592	收入增长率(%)	17.19	-1.35	11.01	11.58
负债合计	1,097,019	1,090,744	1,225,206	1,307,380	归母净利润增长率(%)	-5.39	-33.09	15.34	13.88
归属母公司股东权益	195,561	206,943	228,079	252,149					
少数股东权益	107,354	114,144	122,522	131,749					
所有者权益合计	302,914	321,087	350,601	383,897					
负债和股东权益	1,399,933	1,411,831	1,575,808	1,691,277					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
	经营活动现金流	10,551	27,349	45,781	23,257	每股净资产(元)	14.78	15.73	17.49
投资活动现金流	-19,987	-25,207	-29,332	-26,660	最新发行在外股份 (百万股)	11,970	11,970	11,970	11,970
筹资活动现金流	34,458	-13,860	-7,505	-7,215	ROIC(%)	5.73	3.74	4.17	4.45
现金净增加额	24,970	-11,718	8,944	-10,617	ROE-摊薄(%)	14.00	8.86	9.27	9.55
折旧和摊销	2,105	4,846	5,203	5,051	资产负债率(%)	78.36	77.26	77.75	77.30
资本开支	-135	-4,036	-5,129	-4,582	P/E (现价&最新股本摊薄)	6.98	10.43	9.04	7.94
营运资本变动	-25,935	-5,040	9,543	-16,233	P/B (现价)	1.08	1.01	0.91	0.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

2023年01月17日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

买入(首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	160,643	164,242	179,296	193,966
同比	24%	2%	9%	8%
归属母公司净利润(百万元)	10,372	4,274	4,719	5,470
同比	-15%	-59%	10%	16%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.34	0.55	0.61	0.71
P/E(现价&最新股本摊薄)	10.72	26.02	23.57	20.33

关键词: #行业整合

## 投资要点

- 背靠招商局资源禀赋,股权结构稳定。**招商局蛇口工业区控股股份有限公司(简称“招商蛇口”)是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业。截至2022年9月30日,公司实际控制人为招商局集团,直接持有公司59.5%股份,此外,通过子公司招商局轮船有限公司间接持有公司5.3%股权,母公司对子公司表决权比例达64.8%,股权结构稳定。
- “前港-中区-后城”模式促进产业协同发展,产融结合构建多层级盈利结构。**公司主营社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块。社区开发与运营聚焦精品住宅开发与运营;园区开发与运营深耕园区开发与运营,在国内多个城市打造特色产业新城;邮轮产业建设与运营旨在构建港+船+生态的业务体系。
- 聚焦高能级城市,拿地积极。**公司拿地主要聚焦在上海、深圳、杭州等高能级一二线城市。根据公司第三季度报告数据,2022年1月1日-9月30日,公司共获取43宗土地,拿地力度51%,新增土储建面一二线城市占比为84%。
- 销售表现优于同期百强房企,销售额位居行业第六。**根据公司第三季度报告数据,2022年1月1日-9月30日,公司累计签约销售面积753.0万平方米,同比减少27.5%,累计签约销售金额2016.1亿元,同比减少16.3%,但明显优于同期百强房企45.8%的降幅。另外,根据克而瑞销售榜单,2022年全年招商蛇口累计销售额位列行业第6位。
- 业绩低点已过,财务安全度高。**2016-2021年,公司营业收入维持10%以上增速;公司毛利率、净利率以及归母净利率水平高于57家典型上市房企。2022年前三季度,公司营业收入同比增加9.5%;归母净利润同比减少53.4%,预计本轮地产下行周期对公司影响将在2022年业绩中充分体现,2023年起有望恢复增长。公司总体债务可控,三道红线指标长期处于绿档。
- 盈利预测与投资评级:**公司背靠招商局集团资源禀赋,综合开发运营优势显著,市场出清后有望持续提高市占率。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为42.7/47.2/54.7亿元,对应EPS为0.55/0.61/0.71元,对应市盈率为26.0/23.6/20.3倍,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:**行业下行压力超预期;疫情反复、发展超预期;调控政策放松不及预期、收紧超预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	14.29
一年最低/最高价	11.49/17.70
市净率(倍)	1.34
流通A股市值(百万元)	110,576.71
总市值(百万元)	110,591.71

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.65
资产负债率(% ,LF)	70.51
总股本(百万股)	7,739.10
流通A股(百万股)	7,738.05

## 相关研究

《招商蛇口(001979):守正主业,销售靓丽,业绩平稳增长》

2020-04-21

《招商蛇口(001979):结算分布不均衡拖累业绩,当期签约销售增长可观》

2019-10-30

## 招商蛇口三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>653,058</b>	<b>700,191</b>	<b>732,018</b>	<b>791,077</b>	<b>营业总收入</b>	<b>160,643</b>	<b>164,242</b>	<b>179,296</b>	<b>193,966</b>
货币资金及交易性金融资产	79,628	91,206	87,676	83,904	营业成本(含金融类)	119,723	130,162	144,788	156,764
经营性应收款项	15,166	14,928	18,362	19,590	税金及附加	9,681	10,438	11,959	12,937
存货	417,636	438,531	482,851	513,176	销售费用	3,914	4,981	5,110	5,026
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,145	2,460	2,888	3,160
其他流动资产	140,628	155,525	143,128	174,407	研发费用	116	139	152	164
<b>非流动资产</b>	<b>203,145</b>	<b>219,069</b>	<b>233,474</b>	<b>246,873</b>	<b>财务费用</b>	<b>2,006</b>	<b>2,943</b>	<b>2,873</b>	<b>3,116</b>
长期股权投资	61,561	69,886	78,454	86,331	加:其他收益	252	271	286	311
固定资产及使用权资产	11,469	12,409	13,302	14,480	投资净收益	3,728	2,310	2,522	2,655
在建工程	465	465	509	526	公允价值变动	157	0	0	0
无形资产	1,379	1,658	2,007	2,485	减值损失	-4,449	-6,387	-4,437	-3,990
商誉	358	415	434	459	资产处置收益	7	4	2	5
长期待摊费用	1,116	1,116	1,116	1,116	<b>营业利润</b>	<b>22,753</b>	<b>9,317</b>	<b>9,898</b>	<b>11,781</b>
其他非流动资产	126,797	133,120	137,652	141,476	营业外净收支	89	79	94	96
<b>资产总计</b>	<b>856,203</b>	<b>919,260</b>	<b>965,491</b>	<b>1,037,951</b>	<b>利润总额</b>	<b>22,843</b>	<b>9,396</b>	<b>9,992</b>	<b>11,877</b>
<b>流动负债</b>	<b>428,079</b>	<b>476,661</b>	<b>503,670</b>	<b>555,399</b>	减:所得税	7,641	2,854	3,120	3,763
短期借款及一年内到期的非流动负债	37,198	32,563	28,700	24,935	<b>净利润</b>	<b>15,202</b>	<b>6,543</b>	<b>6,872</b>	<b>8,114</b>
经营性应付款项	58,037	67,160	62,001	75,623	减:少数股东损益	4,829	2,268	2,153	2,645
合同负债	148,710	161,821	178,278	194,212	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,372</b>	<b>4,274</b>	<b>4,719</b>	<b>5,470</b>
其他流动负债	184,133	215,119	234,691	260,630	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.34	0.55	0.61	0.71
非流动负债	151,370	160,070	168,770	177,470	EBIT	22,539	18,333	15,685	17,227
长期借款	107,780	115,780	123,780	131,780	EBITDA	24,728	25,539	23,897	27,036
应付债券	26,105	26,605	27,105	27,605	毛利率(%)	25.47	20.75	19.25	19.18
租赁负债	2,233	2,433	2,633	2,833	归母净利率(%)	6.46	2.60	2.63	2.82
其他非流动负债	15,252	15,252	15,252	15,252	收入增长率(%)	23.93	2.24	9.17	8.18
<b>负债合计</b>	<b>579,448</b>	<b>636,731</b>	<b>672,440</b>	<b>732,869</b>	归母净利润增长率(%)	-15.35	-58.79	10.41	15.91
归属母公司股东权益	108,671	112,176	120,546	129,932					
少数股东权益	168,084	170,352	172,506	175,150					
<b>所有者权益合计</b>	<b>276,755</b>	<b>282,529</b>	<b>293,052</b>	<b>305,082</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>856,203</b>	<b>919,260</b>	<b>965,491</b>	<b>1,037,951</b>					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	25,977	36,886	16,061	16,134	每股净资产(元)	10.67	11.07	11.81	12.64
投资活动现金流	-24,277	-23,123	-22,437	-22,943	最新发行在外股份 (百万股)	7,739	7,739	7,739	7,739
筹资活动现金流	-11,161	-2,185	2,845	3,036	ROIC(%)	3.49	2.81	2.31	2.43
现金净增加额	-9,612	11,578	-3,530	-3,772	ROE-摊薄(%)	9.54	3.81	3.91	4.21
折旧和摊销	2,189	7,206	8,213	9,810	资产负债率(%)	67.68	69.27	69.65	70.61
资本开支	-10,003	-2,020	-1,957	-2,574	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.72	26.02	23.57	20.33
营运资本变动	7,305	14,611	-5,539	-7,891	P/B (现价)	1.35	1.30	1.22	1.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 区域龙头深耕江浙，积极拿地逆势扩张

## 买入(首次)

2023年01月17日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	37,976	48,242	58,793	69,518
同比	33%	27%	22%	18%
归属母公司净利润(百万元)	3,027	3,823	4,588	5,372
同比	30%	26%	20%	17%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.97	1.23	1.47	1.73
P/E(现价&最新股本摊薄)	11.14	8.82	7.35	6.28

关键词: #行业整合

## 投资要点

- 公司股权集中且稳定，管理团队经验丰富且稳定。**根据2022年三季报数据，公司实际控制人戚金兴合计持有公司股份57.3%，戚金兴、戚加奇、阿巴马元享红利71/72/74号私募证券投资基金管理人为一致行动人，合计控股61.4%，股权结构稳定且集中。高管团队大多在公司任职15年以上，团队稳定。
- 稳健经营主业下适度转型，产品品质高且覆盖各类需求。**公司连续30年深耕地产板块，自2019年以来，一直保持千亿以上销售规模。在发展主业基础上，适度转型升级，搭建“服务+租赁+酒店+养老+产业投资”的多元发展蓝图。公司已成功建立定制、豪华、经典、舒适四大产品体系十五个标准版本。
- 杭州市场地位稳固，2022年逆势增储。**2022年1月1日-9月30日，公司新增土储建筑面积合计442.1万平方米，拿地强度达到70.1%，行业领先。在杭州2022年前三批次集中供地中，公司合计新增26个项目，合计可售货值为849.4亿元。
- 销售排名大幅前进，杭州市场地位稳固。**根据克而瑞数据，2022年，公司全年累计销售金额1539.3亿元，位列全国房企排行榜第13位，同比2021年大幅前进9位，且位列杭州市第一。此外，2022年，滨江集团现金回笼全年完成690亿元，比2021年的683亿略有增加。
- 营收保持稳定增长，“三道红线”持续绿档。**2016-2021年，公司营业收入复合增长率28.9%，归母净利润复合增长率15.3%。2022年前三季度，公司实现营收198.7亿元，同比下降18.7%，归属于上市公司股东的扣非净利润20.2亿元，同比增长53.7%。滨江集团推行稳健经营，保持合理有息负债水平，“三道红线”监测指标持续保持“绿档”，剔除预收账款后资产负债率为67.6%，净负债率60.8%，现金短债比1.5。
- 盈利预测与投资评级：**公司把握窗口积极扩张，核心城市优质土储潜在盈利能力高。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为38.2/45.9/53.7亿元，对应EPS为1.2/1.5/1.7元，对应市盈率为8.8/7.4/6.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业下行压力超预期；疫情反复、发展超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	10.89
一年最低/最高价	5.46/12.96
市净率(倍)	1.55
流通A股市值(百万元)	29,210.83
总市值(百万元)	33,883.62

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.03
资产负债率(% ,LF)	83.13
总股本(百万股)	3,111.44
流通A股(百万股)	2,682.35

## 相关研究

## 滨江集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>189,975</b>	<b>212,351</b>	<b>236,293</b>	<b>261,934</b>	<b>营业总收入</b>	<b>37,976</b>	<b>48,242</b>	<b>58,793</b>	<b>69,518</b>
货币资金及交易性金融资产	21,152	29,775	35,021	41,213	营业成本(含金融类)	28,547	36,720	44,504	53,025
经营性应收款项	533	791	993	1,020	税金及附加	1,008	1,555	1,977	2,337
存货	142,401	148,132	165,345	176,243	销售费用	713	813	1,147	1,278
合同资产	0	0	0	0	管理费用	559	701	860	1,013
其他流动资产	25,889	33,652	34,934	43,458	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>21,751</b>	<b>25,480</b>	<b>28,984</b>	<b>32,600</b>	<b>财务费用</b>	<b>740</b>	<b>796</b>	<b>888</b>	<b>988</b>
长期股权投资	10,855	12,689	14,523	16,356	加:其他收益	3	5	6	7
固定资产及使用权资产	680	724	803	864	投资净收益	356	520	593	725
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	140	135	129	124	减值损失	-23	0	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	58	77	97	117	<b>营业利润</b>	<b>6,746</b>	<b>8,183</b>	<b>10,015</b>	<b>11,609</b>
其他非流动资产	10,017	11,856	13,431	15,138	营业外净收支	-8	-8	-8	-8
<b>资产总计</b>	<b>211,726</b>	<b>237,831</b>	<b>265,277</b>	<b>294,533</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,737</b>	<b>8,175</b>	<b>10,007</b>	<b>11,600</b>
<b>流动负债</b>	<b>141,815</b>	<b>155,210</b>	<b>169,019</b>	<b>184,556</b>	减:所得税	1,816	2,160	2,671	3,081
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,480	10,462	10,735	10,863	<b>净利润</b>	<b>4,921</b>	<b>6,015</b>	<b>7,336</b>	<b>8,519</b>
经营性应付款项	3,471	5,840	6,682	8,240	减:少数股东损益	1,894	2,192	2,748	3,148
合同负债	93,571	99,409	106,542	114,249	归属母公司净利润	3,027	3,823	4,588	5,372
其他流动负债	34,294	39,499	45,060	51,205	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.97	1.23	1.47	1.73
非流动负债	32,523	39,923	46,223	51,423	EBIT	7,130	8,459	10,311	11,872
长期借款	24,815	31,815	37,815	42,815	EBITDA	7,486	9,401	11,328	12,852
应付债券	6,951	7,351	7,651	7,851	毛利率(%)	24.83	23.88	24.30	23.72
租赁负债	108	108	108	108	归母净利率(%)	7.97	7.93	7.80	7.73
其他非流动负债	650	650	650	650	收入增长率(%)	32.80	27.03	21.87	18.24
<b>负债合计</b>	<b>174,339</b>	<b>195,133</b>	<b>215,243</b>	<b>235,980</b>	归母净利润增长率(%)	30.06	26.29	20.00	17.08
归属母公司股东权益	20,579	23,699	28,287	33,659					
少数股东权益	16,808	18,999	21,747	24,895					
<b>所有者权益合计</b>	<b>37,387</b>	<b>42,699</b>	<b>50,034</b>	<b>58,554</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>211,726</b>	<b>237,831</b>	<b>265,277</b>	<b>294,533</b>					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	839	7,111	3,794	6,082	每股净资产(元)	6.61	7.62	9.09	10.82
投资活动现金流	-8,760	-4,159	-3,936	-3,879	最新发行在外股份 (百万股)	3,111	3,111	3,111	3,111
筹资活动现金流	10,531	5,671	5,388	3,989	ROIC(%)	7.10	7.23	7.61	7.70
现金净增加额	2,605	8,623	5,246	6,192	ROE-摊薄(%)	14.71	16.13	16.22	15.96
折旧和摊销	357	941	1,017	980	资产负债率(%)	82.34	82.05	81.14	80.12
资本开支	-41	-100	-142	-121	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.14	8.82	7.35	6.28
营运资本变动	-5,278	-341	-5,160	-4,039	P/B (现价)	1.64	1.42	1.19	1.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 布局合理投资稳健，销售排名逆市而上

## 买入（首次）

2023年01月17日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.93
一年最低/最高价	7.57/15.84
市净率(倍)	0.70
流通 A 股市值(百万元)	44,829.81
总市值(百万元)	44,829.81

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.15
资产负债率(% ,LF)	75.23
总股本(百万股)	4,514.58
流通 A 股(百万股)	4,514.58

### 相关研究

《金地集团(600383): 多因素导致结算放缓, 融资成本优势明显》

2020-04-29

《金地集团(600383): 管理精益, 城市扩围, 规模与利润平衡增长》

2020-04-22

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	99,232	104,206	113,668	124,028
同比	18%	5%	9%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	9,410	8,118	8,816	9,292
同比	-10%	-14%	9%	5%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.08	1.80	1.95	2.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	4.78	5.54	5.10	4.84

关键词: #行业整合

### 投资要点

- 公司为混合所有制公司，股权结构、管理层相对稳定。**金地集团1988年在深圳成立，2001年在上交所上市。大股东为险资，无实际控制人。截至2022年9月30日，第一大股东富德人寿持股29.8%，第二大股东深圳福田区国资委控股的深圳福田投资控股，持股7.8%，第三大股东大家人寿持股4.2%，近年前三大股东股权结构基本保持稳定。9个执行董事席位中，金地管理层占6席，拥有充分自主决策权，保障治理稳定性。
- 以房地产开发为主营业务，九大产品谱系满足各类需求。**公司自成立以来深耕深圳，2001年起开始布局全国发展房地产开发业务，重点布局高能级城市。不断完善产品体系，至今已形成包括“褐石、名仕、峯范、世家、格林、未来、风华、峯汇、至尚”的九大产品谱系。
- 坚持深耕一二线核心城市，维持适度投资节奏。**根据公司第三季度报告数据，2022年1月1日-9月30日，公司新增土储171万平方米，新增土储权益占比40.1%，全口径拿地销售比13.4%，一二线城市新增投资额占比超80%，可售资源1900亿元，约68%集中于一二线城市。公司聚焦高能级城市土地储备保障了业绩的持续稳定增长。
- 布局城市市场稳定，销售排名逆势上升。**2016年金地首次进入千亿房企梯队，2019年突破两千亿大关。据公司第三季度报告数据，2022年1月1日-9月30日，公司实现销售1630.8亿元，同比下降28.7%，实现销售面积706.4万平方米，同比下降33.5%，但销售表现优于同期百强房企45.4%的降幅。销售排名继2021年后再次进入房企前十。
- 收入业绩稳健增长，财务安全度高。**2016-2021年，公司营业收入复合增长率12.3%，归母净利润复合增长率8.4%。2022年前三季度，公司总收入530.8亿元，同比下降1.5%；归属上市公司的扣除非经常性损益的净利润33.4亿元，同比增长0.83%。公司持续保持稳健的财务结构，连续多年保持三条红线绿档，根据2022年第三季度报告数据，公司资产负债率75.2%，扣除预收账款后的资产负债率49.1%，现金短债比1.4。
- 盈利预测与投资评级：**公司坚持深耕核心城市，投资拿地稳健有序，信用优势显著，总土储充裕。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为81.2/88.2/92.9亿元，对应EPS为1.8/2.0/2.1元，对应市盈率为5.5/5.1/4.8倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业下行压力超预期；疫情反复、发展超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

## 金地集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>365,099</b>	<b>352,845</b>	<b>407,318</b>	<b>437,493</b>	<b>营业总收入</b>	<b>99,232</b>	<b>104,206</b>	<b>113,668</b>	<b>124,028</b>
货币资金及交易性金融资产	64,806	68,037	76,079	79,301	营业成本(含金融类)	77,981	82,367	90,951	99,614
经营性应收款项	2,728	1,837	3,194	2,648	税金及附加	3,609	3,801	4,147	4,525
存货	188,801	207,277	225,848	236,833	销售费用	3,093	3,292	3,750	4,161
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,341	5,828	6,247	6,816
其他流动资产	108,764	75,695	102,197	118,710	研发费用	150	113	128	154
<b>非流动资产</b>	<b>97,710</b>	<b>112,176</b>	<b>127,058</b>	<b>142,700</b>	<b>财务费用</b>	<b>650</b>	<b>736</b>	<b>1,075</b>	<b>919</b>
长期股权投资	60,872	72,901	85,216	98,344	加:其他收益	155	143	169	183
固定资产及使用权资产	2,589	3,052	3,617	3,737	投资净收益	7,182	7,368	7,635	7,823
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1,758	500	500	500
无形资产	30	27	26	27	减值损失	-1,450	-1,758	-177	-145
商誉	173	230	307	409	资产处置收益	3	233	254	277
长期待摊费用	573	573	573	573	<b>营业利润</b>	<b>16,055</b>	<b>14,556</b>	<b>15,751</b>	<b>16,478</b>
其他非流动资产	33,473	35,392	37,319	39,611	营业外净收支	-236	-252	-252	-252
<b>资产总计</b>	<b>462,810</b>	<b>465,021</b>	<b>534,376</b>	<b>580,193</b>	<b>利润总额</b>	<b>15,819</b>	<b>14,304</b>	<b>15,499</b>	<b>16,226</b>
<b>流动负债</b>	<b>258,078</b>	<b>248,609</b>	<b>302,641</b>	<b>332,471</b>	<b>减:所得税</b>	<b>2,868</b>	<b>2,779</b>	<b>3,177</b>	<b>3,239</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	41,319	42,562	43,223	44,272	<b>净利润</b>	<b>12,951</b>	<b>11,525</b>	<b>12,322</b>	<b>12,987</b>
经营性应付款项	39,768	39,315	44,023	46,248	减:少数股东损益	3,542	3,407	3,506	3,695
合同负债	112,536	85,810	126,338	143,754	<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,410</b>	<b>8,118</b>	<b>8,816</b>	<b>9,292</b>
其他流动负债	64,455	80,922	89,057	98,197					
非流动负债	94,525	97,525	100,525	103,525	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.08	1.80	1.95	2.06
长期借款	44,214	46,214	48,214	50,214	EBIT	7,763	9,148	8,714	9,042
应付债券	39,568	40,068	40,568	41,068	EBITDA	8,293	9,424	9,042	9,363
租赁负债	1,086	1,586	2,086	2,586					
其他非流动负债	9,657	9,657	9,657	9,657					
<b>负债合计</b>	<b>352,603</b>	<b>346,134</b>	<b>403,166</b>	<b>435,996</b>	<b>毛利率(%)</b>	<b>21.18</b>	<b>20.96</b>	<b>19.98</b>	<b>19.68</b>
归属母公司股东权益	62,981	68,255	77,071	86,363	归属净利率(%)	9.51	7.79	7.76	7.49
少数股东权益	47,226	50,632	54,139	57,834					
<b>所有者权益合计</b>	<b>110,207</b>	<b>118,887</b>	<b>131,210</b>	<b>144,197</b>	<b>收入增长率(%)</b>	<b>18.16</b>	<b>5.01</b>	<b>9.08</b>	<b>9.11</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>462,810</b>	<b>465,021</b>	<b>534,376</b>	<b>580,193</b>	<b>归属净利润增长率(%)</b>	<b>-9.50</b>	<b>-13.73</b>	<b>8.60</b>	<b>5.39</b>

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	9,400	12,109	14,987	10,415	每股净资产(元)	13.94	15.11	17.06	19.12
投资活动现金流	-9,555	-6,950	-7,150	-7,660	最新发行在外股份 (百万股)	4,515	4,515	4,515	4,515
筹资活动现金流	10,545	-1,929	205	467	ROIC(%)	2.88	3.03	2.69	2.64
现金净增加额	10,347	3,230	8,042	3,222	ROE-摊薄(%)	14.94	11.89	11.44	10.76
折旧和摊销	530	276	329	321	资产负债率(%)	76.19	74.43	75.45	75.15
资本开支	-605	-870	-1,043	-564	P/E (现价&最新股本摊薄)	4.78	5.54	5.10	4.84
营运资本变动	677	3,073	6,840	1,728	P/B (现价)	0.71	0.66	0.58	0.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

2023年01月17日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

**股价走势****市场数据**

收盘价(元)	21.44
一年最低/最高价	13.00/37.08
市净率(倍)	0.79
流通 A 股市值(百万元)	48,360.55
总市值(百万元)	48,360.55

**基础数据**

每股净资产(元,LF)	27.15
资产负债率(% ,LF)	81.36
总股本(百万股)	2,255.62
流通 A 股(百万股)	2,255.62

**相关研究**

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	168,232	103,549	111,506	119,103
同比	16%	-38%	8%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	12,598	7,542	8,102	8,568
同比	-17%	-40%	7%	6%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.59	3.34	3.59	3.80
P/E (现价&最新股本摊薄)	3.86	6.45	6.01	5.68

**关键词:** #行业整合

**投资要点**

- 股权集中且稳定, 主要管理层大多在公司任职多年。**新城控股集团 1993 年创立于江苏常州, 现总部设于上海。截至 2022 年 9 月 30 日, 具有同一实控人的富域发展集团有限公司、常州德润咨询管理公司合计持股 67.1%, 实际控制人为王振华, 公司股权集中且稳定, 主要管理层大多在公司任职多年。
- 住宅地产+商业地产双轮驱动。**公司坚持住宅地产和商业地产双轮驱动的运作模式, 以长三角为核心, 现已基本完成全国重点城市群布局。公司在 2012 年形成了自身独特的商业品牌“吾悦广场”, 根据公司公告, 截至 2022 年 10 月, 公司在全国开业及在建的吾悦广场达 193 座。
- 拿地深耕长三角区域, 一二线城市土储占比最高。**根据 2022 年中报, 公司土储面积 1.31 亿平方米, 可满足 2-3 年开发需求。公司坚持深耕长三角区域, 并聚焦其他核心城市群, 其中一、二线城市约占公司总土地储备的 37.1%, 长三角区域三、四线城市约占公司总土地储备的 29.5%。
- 销售仍维持在千亿阵营, 排名稳定在 TOP20。**根据公司第四季度经营简报, 公司 2022 年累计销售金额约 1160.5 亿元, 同比下降 50.4%。根据克而瑞销售排行榜, 公司 2022 年全口径销售金额位列第 19 位, 较 2021 年的第 16 名略有下降, 但仍稳定在 TOP20。
- “三道红线”稳居“绿档”, 融资现金流改善。**2016-2021 年公司营收复合增长率约 29.7%, 归母净利润复合增长率约 25.7%, 营收及利润保持稳定增长。根据公司第三季度报告数据, 2022 年 1 月 1 日-9 月 30 日, 公司营业总收入 617.5 亿元, 同比下降 43.4%, 净利润 36.7 亿元, 同比下降 45.7%。公司“三道红线”稳居“绿档”行列, 截至 2022 年 9 月 30 日, 公司的扣预资产负债率为 68.4%, 净负债率为 43.6%, 现金短债比为 1.3。得益于近期供给端政策支持, 公司融资现金流改善, 如 2022 年 11 月, 交易商协会受理新城控股 150 亿元储架式注册发行; 12 月, 公司 150 亿中票注册金额获批, 可覆盖 2023 年 118.5 亿元的公司债券到期金额, 财务压力明显缓解。
- 盈利预测与投资评级:**公司深耕核心城市, 持续受益于供给端政策支持, 融资现金流改善, 信用边际修复。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 75.4/81.0/85.7 亿元, 对应 EPS 为 3.3/3.6/3.8 元, 对应市盈率为 6.5/6.0/5.7 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业下行压力超预期; 疫情反复、发展超预期; 调控政策放松不及预期、收紧超预期。

## 新城控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
	流动资产	389,275	319,587	350,356		营业收入	168,232	103,549	111,506
货币资金及交易性金融资产	55,366	7,493	4,027	29,537	营业成本(含金融类)	133,836	83,368	90,067	96,273
经营性应收款项	5,298	4,951	6,731	7,031	税金及附加	4,997	3,556	3,829	4,090
存货	250,351	244,038	249,516	241,391	销售费用	5,896	3,769	4,058	4,388
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,170	2,713	3,602	3,847
其他流动资产	78,260	63,105	90,082	72,641	研发费用	33	7	22	23
<b>非流动资产</b>	<b>145,018</b>	<b>167,729</b>	<b>190,813</b>	<b>214,146</b>	财务费用	1,090	1,234	1,625	1,674
长期股权投资	26,475	28,234	30,230	32,628	加:其他收益	221	115	135	144
固定资产及使用权资产	2,476	2,592	2,791	2,919	投资净收益	2,275	2,279	2,455	2,622
在建工程	1,365	1,820	2,427	3,043	公允价值变动	2,824	1,500	1,800	1,800
无形资产	1,016	1,163	1,379	1,499	减值损失	-5,303	-2,100	-1,100	-1,100
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	59	59	59	59	<b>营业利润</b>	<b>18,227</b>	<b>10,697</b>	<b>11,592</b>	<b>12,274</b>
其他非流动资产	113,626	133,860	153,926	173,998	营业外净收支	91	158	158	158
<b>资产总计</b>	<b>534,293</b>	<b>487,316</b>	<b>541,169</b>	<b>564,746</b>	<b>利润总额</b>	<b>18,318</b>	<b>10,855</b>	<b>11,750</b>	<b>12,432</b>
<b>流动负债</b>	<b>363,957</b>	<b>312,925</b>	<b>358,982</b>	<b>372,250</b>	减:所得税	4,558	2,750	2,983	3,153
短期借款及一年内到期的非流动负债	29,905	29,849	29,794	29,793	<b>净利润</b>	<b>13,760</b>	<b>8,105</b>	<b>8,767</b>	<b>9,279</b>
经营性应付款项	60,909	39,169	68,476	57,988	减:少数股东损益	1,162	564	665	711
合同负债	193,285	176,339	187,697	206,176	<b>归属母公司净利润</b>	<b>12,598</b>	<b>7,542</b>	<b>8,102</b>	<b>8,568</b>
其他流动负债	79,859	67,569	73,015	78,294	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.59	3.34	3.59	3.80
非流动负债	73,212	69,212	68,212	69,212	EBIT	14,218	10,352	10,163	10,726
长期借款	42,992	41,992	40,992	39,992	EBITDA	14,602	10,593	10,396	10,958
应付债券	18,170	15,170	15,170	17,170	毛利率(%)	20.45	19.49	19.23	19.17
租赁负债	621	621	621	621	归母净利率(%)	7.49	7.28	7.27	7.19
其他非流动负债	11,428	11,428	11,428	11,428	收入增长率(%)	15.64	-38.45	7.68	6.81
<b>负债合计</b>	<b>437,169</b>	<b>382,137</b>	<b>427,193</b>	<b>441,462</b>	归母净利润增长率(%)	-17.42	-40.14	7.43	5.75
归属母公司股东权益	59,310	66,801	74,933	83,531					
少数股东权益	37,814	38,378	39,042	39,753					
<b>所有者权益合计</b>	<b>97,124</b>	<b>105,178</b>	<b>113,975</b>	<b>123,284</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>534,293</b>	<b>487,316</b>	<b>541,169</b>	<b>564,746</b>					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
	经营活动现金流	21,985	-23,171	17,622		每股净资产(元)	26.24	29.62	33.22
投资活动现金流	-22,460	-18,809	-18,364	-18,381	最新发行在外股份 (百万股)	2,256	2,256	2,256	2,256
筹资活动现金流	-11,341	-5,923	-2,755	-713	ROIC(%)	5.93	4.05	3.86	3.89
现金净增加额	-11,837	-47,873	-3,466	25,510	ROE-摊薄(%)	21.24	11.29	10.81	10.26
折旧和摊销	384	241	233	233	资产负债率(%)	81.82	78.42	78.94	78.17
资本开支	-15,913	-801	-1,097	-937	P/E (现价&最新股本摊薄)	3.86	6.45	6.01	5.68
营运资本变动	6,745	-31,162	10,877	37,535	P/B (现价)	0.82	0.73	0.65	0.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户提供。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>