

逆势增收利润承压，供给优势成长可期

2023年2月3日

➤ 事件：

➤ 1) 公司1月19日发布2022年度业绩快报：2022年实现营业总收入591.29亿元，同比上升15.39%；实现净利润47.13亿元，同比上升0.78%；实现归母净利润25.62亿元，同比下降19.80%；基本每股收益1.12元/股，同比下降16.42%。

➤ 2) 根据克而瑞数据，公司2023年1月实现全口径销售金额121.9亿元，同比上升19.3%，排名较2022年12月提升11名至第7名。

➤ **总营收逆势增长，行业下行叠加权益比下降致归母净利下降。**在2022年行业整体持续下行周期中，公司通过财务运营、增加核心城市布局以及积极推盘去化，同时也对产品力、服务力和交付力进行提升，总营收实现15.39%的逆势增长，实现销售回款734亿元，同比增长4.86%。利润方面，受到行业整体利润率下行影响，公司净利润率下降1.16pct，净利润基本与2021年持平。但受到2022年结算项目中权益比例下降影响，少数股东损益占比提升13.95pct，致归母净利润同比下降19.80%。

➤ **坚守核心城市销售排名大幅提升，保持拿地节奏布局核心区域。**公司2022年实现销售面积401万平方米，同比下降14.5%，实现销售金额1202亿元，同比下降1.4%，在2022年行业持续下行的严峻形势下，公司销售基本持平的表现优于大市。其中上海单城销售金额297.46亿元，同比增长235.28%，单城销售贡献率达到24.7%，较2021年的7.28%有明显提升，公司抓住市场机遇实现了核心城市的销售大幅提升。百强房企排名由2021年底第32名提升14名至2022年末第18名，提升幅度较大。2022年以来公司保持拿地节奏，根据克而瑞数据，2022年公司共拿地22宗，成交总价409.5亿元，同比上升124.8%，规划建面187.0万平，同比增长30.4%，拿地强度由2021年14.9%上升至34.1%，其中公司2022年提高在高能级核心城市的拿地力度，在上海、杭州、成都和珠海都有斩获，一线/二线/三线城市新增土储规划建面占比分别为31.46%/60.34%/8.20%，拿地金额占比分别为61.54%/36.17%/2.29%，其中公司2022年在上海权益拿地金额219.09亿元，位列上海权益拿地金额榜单第一名。公司2022年抓住土地市场机遇，积极布局核心城市核心区域，补充核心城市核心区域土地储备，我们认为后续市场或将仍然延续城市分化，特别是如果需求端政策继续放松，核心城市核心区域有望率先量价提振，公司则有望凭借2022年以来更加丰富的核心区域土储受益于供给端分化，实现销售的持续增加。同时公司在2022年土地市场遇冷阶段保持拿地节奏，地块利润率情况好转，并且公司在上海集中供地中多宗总价较高地块均为100%权益拿地，项目权益比有望增加。

➤ **定增募资增强资本实力，收购核心资产化解合作风险。**2022年12月公司发布定增预案募资60亿元，截至23年1月5日定增已获证监会受理，预计可以补充15亿元流动资金，定增完成后公司总资产和净资产均将有所增加，有望增强公司资本实力、优化资产负债结构，助力公司抓住机遇实现规模增长、提升市场份额，同时改善公司现金流状况，降低融资风险，增加公司稳健经营能力。公司14亿元收购融创昆明文旅城二期40%股权，35.7亿元收购融华置地51%股权，积极化解合作方风险，收购项目股权增厚核心资产。

➤ **维持“买入”评级。**2023年1月公司实现销售金额121.9亿元，同比实现19.3%增长，排名跃升进入百强房企第7名，进入行业TOP10，供给端优势进一步凸显。公司目前待结算资源丰富，总营收有望保持稳定发展，毛利率和权益比较低项目逐步结转完成后，随着利润情况较好项目逐步进入结转，归母净利润有望恢复增长。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，收购及定增事项不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	51,006	51,241	59,129	64,287	70,520
增长率 YoY %	53.9%	0.5%	15.4%	8.7%	9.7%
归属母公司净利润(百万元)	2,902	3,195	2,562	2,297	3,020
增长率 YoY%	4.3%	10.1%	-19.8%	-10.3%	31.5%
毛利率%	24.3%	25.8%	22.1%	22.6%	24.2%
净资产收益率ROE%	13.8%	15.3%	12.9%	10.4%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.51	1.21	1.09	1.43
市盈率 P/E(倍)	7.05	6.41	7.99	8.91	6.78
市净率 P/B(倍)	0.98	0.98	1.03	0.93	0.81

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年2月2日收盘价

资产负债表				单位:百万元	利润表				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	312,687	344,832	336,247	308,221	营业收入	51,241	59,129	64,287	70,520
货币资金	49,994	55,520	35,820	41,814	营业成本	38,020	46,037	49,747	53,460
应收票据	0	7	1	7	营业税金及附加	3,361	3,879	4,217	4,626
应收账款	328	657	414	369	销售费用	1,582	1,833	1,993	2,186
预付账款	3,720	4,051	3,980	3,742	管理费用	1,527	2,070	2,250	2,468
存货	217,378	242,993	254,480	220,720	研发费用	79	106	116	127
其他	41,267	41,604	41,552	41,568	财务费用	235	-466	-654	151
非流动资产	42,370	56,871	67,933	105,821	减值损失合计	-1	0	0	0
长期股权投资	21,475	29,475	36,475	43,475	投资净收益	575	662	720	790
固定资产(合计)	2,795	3,776	4,714	5,575	其他	-48	24	26	28
无形资产	469	544	614	674	营业利润	6,962	6,357	7,364	8,320
其他	17,631	23,077	26,130	56,097	营业外收支	-133	-70	-70	-70
资产总计	355,057	401,703	404,180	414,042	利润总额	6,829	6,287	7,294	8,250
流动负债	152,807	194,669	191,147	194,355	所得税	2,152	1,982	2,299	2,600
短期借款	1,030	1,530	1,780	1,905	净利润	4,677	4,305	4,995	5,649
应付票据	1,321	1,620	1,558	1,115	少数股东损益	1,482	1,965	2,397	2,429
应付账款	31,283	45,446	31,939	27,461	归属母公司净利润	3,195	2,562	2,297	3,020
其他	119,172	146,073	155,869	163,874	EBITDA	6,937	5,535	6,368	8,131
非流动负债	106,359	110,421	111,421	112,421	EPS(当年)(元)	1.34	1.21	1.09	1.43
长期借款	77,170	79,170	80,170	81,170					
其他	29,189	31,251	31,251	31,251					
负债合计	259,166	305,090	302,568	306,776					
少数股东权益	75,073	76,815	79,513	82,142					
归属母公司股东权益	20,819	19,798	22,099	25,124					
负债和股东权益	355,057	401,703	404,180	414,042					
重要财务指标				单位:百万元	现金流量表				单位:百万元
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51,241	59,129	64,287	70,520	经营活动现金流	36,061	15,731	-9,335	44,919
同比(%)	0.5%	15.4%	8.7%	9.7%	净利润	4,677	4,305	4,995	5,649
归属母公司净利润	3,195	2,562	2,297	3,020	折旧摊销	336	307	378	451
同比(%)	10.1%	-19.8%	-10.3%	31.5%	财务费用	722	1,533	1,567	1,584
毛利率(%)	25.8%	22.1%	22.6%	24.2%	投资损失	-235	-235	-662	-720
ROE%	15.3%	12.9%	10.4%	12.0%	营运资金变动	31,265	10,297	-15,624	37,955
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.21	1.09	1.43	其它	-704	-49	70	70
P/E	6.41	7.99	8.91	6.78	投资活动现金流	-43,986	-14,097	-10,789	-37,619
P/B	0.98	1.03	0.93	0.81	资本支出	-29,905	-1,709	-1,509	-1,409
EV/EBITDA	12.52	17.52	18.64	13.89	长期投资	-11,426	-13,000	-10,000	-37,000
					其他	-2,655	612	720	790
					筹资活动现金流	15,027	3,887	420	-1,310
					吸收投资	33,599	-307	0	0
					借款	92,782	2,500	1,250	1,125
					支付利息或股息	-10,190	-2,507	-1,567	-1,584
					现金流净增加额	7,106	5,526	-19,699	5,994

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
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。