

短期结利承压，强化销售-拿地正向循环

——2022 年全年业绩点评

核心观点

事件：公司近期发布 2022 年年报，全年实现营业收入 2810.2 亿元，同比-1.4%；实现归母净利润 183.5 亿元，同比-33.0%。

- **营收稳健增长，结转项目结构及行业波动冲击损益表。**公司业绩下滑主要源于：低毛利项目集中结算，带来开发业务毛利率下滑 5.3pct 至 21.8%、投资收益同比下滑 32.4%；计提资产减值损失 11.6 亿元；以及结转合作项目增多带来少数股东损益占净利润的比例同比提升 5.7pct。截至 2022 年末，公司合同负债 4120 亿，达全年营收的 1.5 倍，可结算资源充足，未来随着新项目陆续结转，盈利水平有望逐步修复。
- **销售领跑行业，聚焦核心城市持续优化投资节奏及结构。**公司 2022 年累计销售金额 4573 亿元，同比下降 15.1%，优于行业 Top10 及百强整体水平，销售额排名高居行业第 2，市占率提升至 3.4%。拿地方面，公司坚持“聚焦+深耕”策略，全年累计新增项目 91 个，拿地金额 1613 亿元，全年投资强度 35.3%，同比提升 0.8pct。其中一线城市拿地金额占比达 34%，长三角、珠三角区域拿地金额合计占比近 8 成；下半年把握投资窗口期积极扩储，拿地金额占比 62%；全年新增住宅货值占比同比提升 8pct 至 93%。高质量的拿地有力支撑公司 2023 年销售持续向好，公司 Q1 累计销售额同比增长 25.8%，排名升至行业第一，其中 2、3 月单月销售额均同比增长 30%以上。我们预计 2023 年公司将延续“优供货-快回款-强拿地”的正向循环。
- **财务稳健、融资优势凸显，生态业务有序推进。**2022 年公司实现回笼金额 4271 亿元，回笼率维持 93.4%高位，连续 5 年保持经营活动现金流为正，三道红线指标维持绿档。全年累计发行公司债+中票 263 亿元，期末有息负债规模 3813 亿元，综合融资成本同比下降 54bp 至 3.92%，融资优势凸显。生态业务方面，期末保利物业在管面积达 5.76 亿平米，巩固非住业态优势，全年营收同比增长 26.9%至 136.9 亿元；年内公司与建行合作落地租赁住房基金，资产经营能力有望持续提升。

盈利预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 18.40 元。**根据公司年报，我们小幅下调了公司营收增速并下调 24 年开发业务毛利率，同时上调了营业税金率及销售费率，调整公司 23-24 年 EPS 预测值为 1.67/1.77 元（原预测值为 1.83/2.15 元）并引入 25 年 EPS 预测值为 1.94 元。参考可比公司 23 年平均估值为 11X，对应目标价 18.40 元。

风险提示：房地产销售大幅低于预期。逆周期政策不及预期。资产减值损失超预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	284,933	281,017	313,244	332,667	353,490
同比增长(%)	17.2%	-1.4%	11.5%	6.2%	6.3%
营业利润(百万元)	49,670	34,693	37,718	39,831	43,804
同比增长(%)	-5.0%	-30.2%	8.7%	5.6%	10.0%
归属母公司净利润(百万元)	27,388	18,347	20,020	21,154	23,257
同比增长(%)	-5.4%	-33.0%	9.1%	5.7%	9.9%
每股收益(元)	2.29	1.53	1.67	1.77	1.94
毛利率(%)	26.8%	22.0%	20.9%	20.9%	21.2%
净利率(%)	9.6%	6.5%	6.4%	6.4%	6.6%
净资产收益率(%)	14.6%	9.4%	9.8%	9.7%	9.9%
市盈率	6.7	10.0	9.1	8.6	7.9
市净率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

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（2023年04月11日）	15.26元
目标价格	18.40元
52周最高价/最低价	19.2/12.88元
总股本/流通A股（万股）	1,197,044/1,197,044
A股市值（百万元）	182,669
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2023年04月12日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.17	6.79	-6.32	-11.89
相对表现	4.24	3.44	-8.57	-11.89
沪深300	-0.07	3.35	2.25	0



证券分析师

赵旭翔 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070001

联系人

李睿 lirui1@orientsec.com.cn
张续远 zhangxuyuan@orientsec.com.cn

相关报告

行业波动冲击业绩，着眼未来持续巩固经营优势	2023-01-11
业绩短期承压，积极推动土储质量改善——2022年三季度点评	2022-11-04
业绩略超预期，逆市凸显央企价值	2022-07-20

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2023/4/11	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
万科 A	000002	16.04	1.90	2.01	2.11	2.17	8	8	8	7
招商蛇口	001979	15.16	0.55	1.00	1.38	1.62	28	15	11	9
中国国贸	600007	17.52	1.11	1.24	1.36	1.45	16	14	13	12
华润置地	1109.HK	33.24	3.94	4.44	4.93	5.24	8	7	7	6
陆家嘴	600663	10.51	0.27	0.38	0.45	0.63	39	28	23	17
华发股份	600325	12.45	1.22	1.44	1.63	1.79	10	9	8	7
		最大值					39	28	23	17
		最小值					8	7	7	6
		平均数					18	14	12	10
		调整后平均					16	11	10	9

备注：货币均为人民币，选取 2023 年 4 月 11 日汇率，1 港币=0.876 人民币

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	171,384	176,537	179,683	186,059	195,513	营业收入	284,933	281,017	313,244	332,667	353,490
应收票据及应收账款	3,194	4,054	4,730	4,857	5,161	营业成本	208,631	219,228	247,744	262,982	278,452
预付账款	42,686	22,556	25,060	26,613	28,279	营业税金及附加	15,685	13,121	14,096	14,970	15,907
存货	809,656	877,893	945,289	1,000,178	1,052,639	营业费用	7,384	7,530	7,780	8,291	8,369
其他	220,421	219,360	237,208	248,104	259,786	管理费用及研发费用	6,870	5,983	6,440	6,839	6,920
流动资产合计	1,247,342	1,300,401	1,391,970	1,465,812	1,541,378	财务费用	3,386	3,686	3,871	4,135	4,267
长期股权投资	95,089	106,250	110,000	115,000	118,000	资产减值损失	58	1,277	292	196	204
固定资产	11,275	10,147	14,766	21,576	29,590	公允价值变动收益	246	(142)	52	52	(12)
在建工程	571	571	4,761	7,019	8,310	投资净收益	6,211	4,201	4,453	4,319	4,233
无形资产	404	371	297	223	148	其他	293	443	192	206	212
其他	45,251	52,725	50,422	54,283	58,186	营业利润	49,670	34,693	37,718	39,831	43,804
非流动资产合计	152,591	170,064	180,246	198,101	214,234	营业外收入	512	781	567	620	656
资产总计	1,399,933	1,470,464	1,572,216	1,663,913	1,755,612	营业外支出	147	174	152	158	161
短期借款	4,094	1,197	1,200	1,200	1,200	利润总额	50,035	35,301	38,133	40,293	44,299
应付票据及应付账款	139,597	162,704	177,137	190,662	204,662	所得税	12,845	8,290	9,533	10,073	11,075
其他	675,127	678,379	723,671	760,029	795,251	净利润	37,189	27,011	28,600	30,220	33,224
流动负债合计	818,817	842,280	902,009	951,891	1,001,113	少数股东损益	9,802	8,664	8,580	9,066	9,967
长期借款	231,904	242,482	254,082	265,682	277,282	归属于母公司净利润	27,388	18,347	20,020	21,154	23,257
应付债券	41,620	57,716	65,000	71,000	75,000	每股收益(元)	2.29	1.53	1.67	1.77	1.94
其他	4,678	5,794	5,769	5,769	5,769						
非流动负债合计	278,201	305,992	324,851	342,451	358,051	主要财务比率					
负债合计	1,097,019	1,148,273	1,226,860	1,294,342	1,359,164		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	107,354	125,927	134,507	143,573	153,540	成长能力					
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	营业收入	17.2%	-1.4%	11.5%	6.2%	6.3%
资本公积	17,817	17,626	17,626	17,626	17,626	营业利润	-5.0%	-30.2%	8.7%	5.6%	10.0%
留存收益	147,126	157,618	172,251	187,399	204,310	归属于母公司净利润	-5.4%	-33.0%	9.1%	5.7%	9.9%
其他	18,647	9,050	9,001	9,001	9,001	获利能力					
股东权益合计	302,914	322,192	345,356	369,570	396,448	毛利率	26.8%	22.0%	20.9%	20.9%	21.2%
负债和股东权益总计	1,399,933	1,470,464	1,572,216	1,663,913	1,755,612	净利率	9.6%	6.5%	6.4%	6.4%	6.6%
						ROE	14.6%	9.4%	9.8%	9.7%	9.9%
						ROIC	6.5%	4.4%	4.3%	4.3%	4.5%
						偿债能力					
						资产负债率	78.4%	78.1%	78.0%	77.8%	77.4%
						净负债率	55.1%	63.6%	63.9%	62.7%	60.0%
						流动比率	1.52	1.54	1.54	1.54	1.54
						速动比率	0.53	0.50	0.49	0.49	0.49
						营运能力					
						应收账款周转率	96.2	73.9	68.1	66.4	67.5
						存货周转率	0.3	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	2.29	1.53	1.67	1.77	1.94
						每股经营现金流	0.88	0.62	0.55	0.99	1.32
						每股净资产	16.34	16.40	17.61	18.88	20.29
						估值比率					
						市盈率	6.7	10.0	9.1	8.6	7.9
						市净率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
						EV/EBITDA	6.6	9.1	8.4	8.0	7.3
						EV/EBIT	6.7	9.2	8.5	8.0	7.4

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。