

## 买入

2023年4月17日

### 2022年业绩下滑，资产负债结构得到修复

► **2022年业绩下滑：**2022年公司收入录得人民币4304亿元，同比下降17.7%，毛利率7.6%，同比下降10.1个ppt，归母核心净利润约26.1亿元，同比下降90.3%。业绩大幅下滑主要由于：1) 市场下行叠加疫情管控，工程进度减缓，结转收入减少；2) 结转项目包含低毛利率项目；3) 减值计提增加及外汇波动导致汇兑损失。公司期内营销行政费用的收入占比从2021年同期的5.5%下降至4.6%，销售占比略微提升至3.7%。

► **资产负债结构得到修复：**公司各项财务指标依然保持稳健，2022年上半年扣除预收账款的资产负债率继续改善至69.4%，比2021年底下降2.7个百分点，首次低于70%以下。净借贷比率进一步下降到40%，为10年来新低，现金短债比1.57倍。2022年市场融资依然处于收紧状态，市场销售低迷，公司依然保证了年内到期债务的刚性兑付，同时积极拓展融资渠道，累计发行人民币近百亿元的直接融资，并获取到超十家银行接近3000亿的综合授信支持。公司通过加快销售回款效率、合作方风险隔离、全面盘活存量资产等措施，经营性活动现金流仍然保持正向达到35.6亿，期末可动用现金达1480亿元，与2022年中期持平。公司在2023年Q1已获批200亿中票额度，另外还有超过180亿的公司债正在申请中。

► **合同销售保持一定韧性：**公司期内实现权益合同销售额3575亿元，同比下降36%，但依然位居行业销售排行榜首位。权益合同销售面积约4450万方，ASP为8033元/平方米，其中60%位于三四线城市，整体去化率65%。权益回款金额约3325亿，权益回款率连续7年保持超过90%的水平。区域持续深耕，市占率超过10%的城市达66个。截止2022年底，公司总权益可售资源为12083亿元，其中已获取权益的可售自有9555亿元，其中目标一二线城市的土储占比为52%。

► **土储补充向高能级区域倾斜：**期内公司审慎获取机会型土地，新增的9个项目71%的权益货值分布在一二线城市。新增土地权益比例91%，均价6204元/平。截至2022年12月31日，公司已获取权益可售资源约9555亿元，叠加潜在权益可售土储2528亿元，公司共计权益可售土储约1.21万亿元，土储目标一二线及三四线城市分别占52%及48%，未来公司的投资将进一步聚焦一二线核心城市，也成立了针对一二线城市的产品研发小组，提升全链条产品力。

► **目标价2.8港元，维持买入评级：**虽然2022年业绩下滑，但公司经受住了考验，销售金额仍然处于行业领先地位，财务结构依然稳定，土储丰富且结构保持优化，公司近年也布局轻资产的代建代管业务和科技智慧建造业务，前景乐观。因此，我们认为公司具备穿越周期的能力。我们预计公司2023年-2025年的归母净利润分别约96亿、86亿、102亿元，按照2023年6倍市盈率给予公司未来12个月目标价2.80港元，较现价有20%的上升空间，维持买入评级。

罗凡环

852-25321962

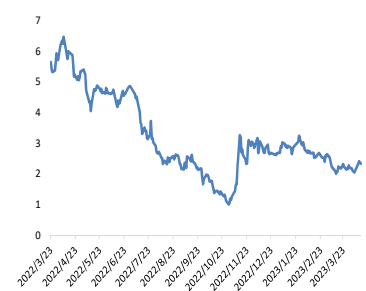
Simon.luo@firstshanghai.com.hk

行业	房地产
股价	2.34 港元
目标价	2.80 港元 (+20%)
股票代码	2007
已发行股本	276.38 亿股
市值	646.72 亿港元
52周高/低	6.00/1.00 港元
净资产	8.6 元/每股
主要股东	杨惠妍 (52.6%)

### 盈利摘要

年结日：31/12	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	523,064	430,371	473,885	397,495	414,191
变动(%)	13.0%	-17.7%	10.1%	-16.1%	4.2%
归母净利润(百万元)	26,797	-6,052	9,577	8,573	10,218
变动(%)	-23.5%	-122.6%	NA	-10.5%	19.2%
核心EPS(元)	1.2	-0.1	0.4	0.4	0.4
变动(%)	-18.1%	-109.0%	NA	-10.6%	19.4%
市盈率@2.34港元	1.7	-18.4	5.1	5.7	4.7
每股股息(元)	0.31	0.00	0.12	0.11	0.13
息率(%)	15.3%	0.0%	6.0%	5.4%	6.4%

### 股价表现



来源：公司资料，第一上海

来源：彭博

第一上海证券有限公司

www.mystockhk.com

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	<b>523,064</b>	<b>430,371</b>	<b>473,885</b>	<b>397,495</b>	<b>414,191</b>	<b>增长率 (%)</b>					
房地产开发	507,478	417,296	459,521	381,714	396,853	收入	13.0%	-17.7%	10.1%	-16.1%	4.2%
装修及装饰服务	9,360	7,568	8,325	9,157	10,073	毛利润	17.7%	7.6%	9.6%	10.3%	11.3%
租金收入	840	915	988	1,067	1,153	税前利润	-19.4%	-92.2%	339.1%	-9.8%	20.7%
其他	5,386	4,592	5,051	5,556	6,112	净利润	-24.3%	-107.2%	-582.6%	-10.5%	19.2%
	-	-	-	-	-	核心净利润	-16.8%	-109.7%	-463.6%	-10.6%	19.4%
<b>毛利</b>	<b>92,782</b>	<b>32,883</b>	<b>45,720</b>	<b>41,048</b>	<b>46,919</b>	<b>盈利分析 (%)</b>					
其他收入	1,637	-1,365	-1,502	-1,652	-1,817	综合毛利率	17.7%	7.6%	9.6%	10.3%	11.3%
营销及市场推广成本	-15,316	-11,298	-12,440	-10,435	-10,873	物业销售毛利率	20.0%	7.0%	9.0%	9.5%	10.5%
行政开支	-13,518	-8,438	-9,291	-7,793	-8,121	净利润率	7.8%	-0.7%	3.0%	3.2%	3.7%
<b>经营利润</b>	<b>60,399</b>	<b>6,442</b>	<b>16,840</b>	<b>14,845</b>	<b>18,939</b>	<b>回报率 (%)</b>					
财务费用	3,497	-4,807	3,731	3,918	4,115	派息比率	26.2%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合营联营公司收入	5,053	3,726	2,969	2,466	2,564	ROA	2.1%	-0.2%	0.6%	0.6%	0.7%
<b>税前利润</b>	<b>68,949</b>	<b>5,361</b>	<b>23,540</b>	<b>21,230</b>	<b>25,619</b>	ROE	14.7%	-1.0%	4.5%	4.0%	4.6%
税项	-27,967	-8,323	-9,246	-8,435	-10,368	<b>偿付能力</b>					
少数股东权益	14,185	3,090	4,717	4,222	5,033	流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>归属股东利润</b>	<b>26,797</b>	<b>-6,052</b>	<b>9,577</b>	<b>8,573</b>	<b>10,218</b>	利息覆盖率	3.3	0.4	1.1	0.8	0.9
派息	7,059	-	2,873	2,572	3,065	净负债率	44.7%	38.1%	45.0%	41.2%	54.9%
<b>未分配利润</b>	<b>19,738</b>	<b>-6,052</b>	<b>6,704</b>	<b>6,001</b>	<b>7,153</b>						
每股基本盈利	1.86	-0.13	0.61	0.54	0.65						
每股摊薄盈利	1.18	-0.26	0.41	0.36	0.43						
每股派息	0.31	-	0.12	0.11	0.13						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	146,954	128,281	130,805	171,896	164,750	税前利润	68,949	5,361	23,540	21,230	25,619
受限制现金	34,346	19,269	23,123	27,747	33,297	折旧及摊销	2,387	2,607	2,849	3,114	3,405
发展中物业	1,008,146	883,887	1,060,664	1,272,797	1,527,357	营运资金变动	1,792	-31,102	-31,102	-31,102	-31,102
应收账款	13,414	12,484	13,732	15,106	16,616	支付税项	-37,219	-8,323	-9,246	-8,435	-
土地使用权	4,985	4,753	5,704	6,844	8,213	<b>经营活动现金流</b>	<b>10,855</b>	<b>-27,885</b>	<b>-10,209</b>	<b>-11,255</b>	<b>2,056</b>
固定资产	27,099	25,601	33,281	43,266	56,245	PPE	943	943	-13,379	-16,518	-20,488
投资性房地产	16,302	14,250	17,100	20,520	24,624	无形资产投资	-432	44	-1,262	-1,515	-1,818
合营及联营公司	72,841	67,972	86,998	65,290	78,348	合营联营公司投资	#REF!	4,869	-19,026	21,708	-13,058
其他资产	624,278	587,970	643,865	711,776	795,302	已付利息	2,138	-3,572	-3,751	-3,938	-4,135
<b>总资产</b>	<b>1,948,365</b>	<b>1,744,467</b>	<b>2,015,273</b>	<b>2,335,242</b>	<b>2,704,752</b>	其他	-9,649	58,955	23,128	20,152	-10,773
长期银行贷款	142,143	101,335	121,602	145,922	175,107	<b>投资活动现金流</b>	<b>-18,042</b>	<b>61,239</b>	<b>-14,290</b>	<b>19,890</b>	<b>-50,272</b>
短期银行贷款	64,382	61,205	67,326	74,058	81,464	借贷变化	-7,147	-49,204	32,720	37,851	43,893
应付高级票据	66,786	66,830	70,172	73,680	77,364	已付股息	-7,147	-	-2,873	-2,572	-
预收款项	709,255	668,162	801,794	962,153	1,154,584	其他	-2,823	-2,823	-2,823	-2,823	-2,823
递延所得税	28,123	25,245	27,770	30,546	33,601	<b>融资活动现金流</b>	<b>-12,904</b>	<b>-52,027</b>	<b>27,024</b>	<b>32,456</b>	<b>41,070</b>
其他负债	637,049	512,117	605,617	717,666	851,416	汇率变动影响	-108	-	-	-	-
<b>总负债</b>	<b>1,647,738</b>	<b>1,434,894</b>	<b>1,694,280</b>	<b>2,004,026</b>	<b>2,373,536</b>	<b>现金变动</b>	<b>-20,199</b>	<b>-18,673</b>	<b>2,524</b>	<b>41,091</b>	<b>-7,146</b>
控股股东权益	198,736	203,623	210,327	216,327	216,327	初期现金	167,153	146,954	128,281	130,805	171,896
少数股东权益	101,891	105,950	110,667	114,889	114,889	末期现金	146,954	128,281	130,805	171,896	164,750
<b>合计</b>	<b>300,627</b>	<b>309,573</b>	<b>320,993</b>	<b>331,217</b>	<b>331,217</b>						
<b>每股净资产(元)</b>	<b>8.8</b>	<b>8.6</b>	<b>8.9</b>	<b>9.2</b>	<b>9.2</b>						

来源: 公司资料, 第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话：(852) 2522-2101  
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。