

**买入**

2023年9月18日

**上半年业绩承压，经营业务增长稳健**

**►2023 年上半年业绩情况：**公司实现营业收入 2008.9 亿元，同比下降 2.9%。其中，房地产销售及资产运营业务收入同比下降 3.81%至 1843.6 亿元（开发业务结算收入同比下降 4.5%至 1708.4 亿）；经营性服务业务收入同比增长 11.9%至 267.3 亿元（物业服务收入同比增长 12.2%至 161.1 亿）。公司整体毛利率 18.9%，同比下滑 1.6 个 ppt。归母净利润 98.7 亿元，同比下降 19.4%，主要是开发业务的结算规模及结算利润率的下降。上半年公司有息负债总额同比增长 2.3%至 3213.6 亿元，其中一年内到期占比 14.2%，较 22 年末下降 6.3%；境外负债占比 20%，较 22 年末下降 1.9%，融资结构持续改善。截至 6 月末，公司净负债率为 49.5%，现金对短期债务覆盖倍数为 2.7 倍。公司综合融资成本进一步降至 4.06%，其中新增融资的综合成本为 3.73%，加权平均债务期限 5 年，债务结构持续优化。

**►开发业务规模行业领先，聚焦高质量投资：**期内公司开发业务实现销售面积 1297 万平方米，同比增长 0.5%，销售金额 2039.4 亿元，同比下降 5.3%。销售均价 15724 元/平，同比下降 4.6%。销售回款近 100%。上半年交付 9.2 万套，下半年计划交付 17.9 万套。期内公司已售未结金额 4884.4 亿元，能够较好支撑未来业绩增长。公司坚持高质量投资拓展优质项目。2023 年 1-8 月新增 32 个项目，新增面积 267.6 万方（权益比 59.6%），新增权益地价约 431 亿元（权益比 60%），新增项目平均地价 1.6 万元/平米。期内公司新开工及复工面积 1196 万方，占全年计划的 71.5%。竣工面积 1290.5 万方，完成年初计划的 40%。在建及规划中项目面积约 1.08 亿方（其中在建土储 4660.4 万方，权益比 63.7%），另有旧改土储约 382.7 万方，土储资源足以支撑公司未来 2-3 年发展。

**►经营性业务稳定增长，打造多元化综合优势：**期内公司经营性业务保持稳健增长。其中万物云全口径收入达 161.1 亿元，同比增长 12.2%（社区居住消费服务收入同比增长 12.6%，占比 56.5%；商企及城市服务增长 11.2%，占比 35.3%；AIot 及 BPaaS 解决方案增长 14%，占比 8.2%），蝶城数量持续增长至 601 个。商业开发运营方面，公司累计开业项目 203 个，建面约 1118.3 万方，储备面积约 381.2 万方。期内营收增长 7.3%至 43 亿元，整体出租率 94.7%，同比增长 2%。租赁住宅方面，截至 6 月末共运营管理长租公寓 22.47 万间，出租率 95.9%，续租率 58%，规模及运营效率全国第一，预计很快可实现盈利。期内收入同比增长 10.6%至 16.4 亿元。物流仓储方面，营收增长 17%至 19.5 亿元，其中冷链收入大幅增长 30%。整体可租赁面积 985.2 万方，其中冷链园区 141.5 万方，规模行业第一，高标准和冷链园区打造行业领先的供应链服务能力。

**►目标价 13.5 港元，维持买入评级：**随着后续市场缓慢复苏及未来高毛利率项目进入结算，多元化业务步入收获期。公司坚定实施不动产开发、经营、服务并重的策略，提高经营回报水平，并持续优化债务结构。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润约 227 亿元/228 亿元/239 亿元，给予 2023 年 6 倍市盈率，目标价 13.5 港元，买入评级。

**罗凡环**
**852-25321962**
**Simon.luo@firstshanghai.com.hk**
**主要资料**

行业	房地产
股价	9.07 港元
目标价	13.5 港元 (+48.6%)
股票代码	2202
H 股股本	22.07 亿股
H 股市值	200.13 亿港元
总市值	1004.85 亿元
52 周高/低	17.04/8.9 港元
每股净现值	21.03 元
主要股东	深铁集团 (27.63%)

**盈利摘要**

年结日: 31/12	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	452,798	503,838	473,031	445,593	456,135
变动(%)	8.0%	11.3%	-6.1%	-5.8%	2.4%
归母净利润(百万元)	22,524	22,618	22,662	22,844	23,929
变动(%)	-45.7%	0.4%	0.2%	0.8%	4.7%
每股盈利(元)	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1
变动(%)	-46.5%	0.6%	0.2%	0.8%	4.7%
市盈率@9.07港元	4.1	4.0	4.0	4.0	3.8
每股股息(元)	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
息率(%)	12.3%	8.6%	8.7%	8.2%	8.6%

来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


来源: 彭博

## 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>452,798</b>	<b>503,838</b>	<b>473,031</b>	<b>445,593</b>	<b>456,135</b>	<b>增长率 (%)</b>					
- 物业销售	429,932	470,446	430,763	390,851	384,254	收入	8.0%	11.3%	-6.1%	-5.8%	2.4%
- 物业服务	19,831	25,774	33,506	44,228	59,266	毛利	-20.6%	2.5%	-8.3%	-4.5%	5.2%
- 其他收入	3,035	7,618	8,761	10,513	12,616	税前利润	-32.2%	4.3%	-7.5%	-2.0%	4.7%
销售成本	-357,106	-405,785	-383,115	-359,712	-365,748	净利润	-35.8%	-1.4%	-4.2%	0.8%	4.7%
<b>毛利</b>	<b>95,691</b>	<b>98,054</b>	<b>89,915</b>	<b>85,880</b>	<b>90,388</b>	归属股东净利润	-45.7%	0.4%	0.2%	0.8%	4.7%
其他收入	6,724	9,903	8,913	10,696	12,300	<b>盈利分析 (%)</b>					
行政及销售费用	-26,960	-26,471	-22,870	-21,614	-23,775	综合毛利率	21.1%	19.5%	19.0%	19.3%	19.8%
其他成本	-2,130	-1,405	-1,525	-1,772	-1,949	物业销售毛利率	21.0%	19.7%	19.3%	19.6%	20.3%
<b>经营利润</b>	<b>73,325</b>	<b>80,081</b>	<b>74,434</b>	<b>73,191</b>	<b>76,964</b>	税前利润率	15.5%	14.6%	14.4%	14.9%	15.3%
财务费用	-7,861	-5,887	-8,548	-8,942	-9,916	物业销售净利率	5.9%	6.0%	5.4%	5.2%	4.7%
合营联营公司收入	4,889	-799	2,000	2,300	2,645	<b>回报率 (%)</b>					
<b>税前利润</b>	<b>70,353</b>	<b>73,396</b>	<b>67,887</b>	<b>66,549</b>	<b>69,693</b>	回报率	50.1%	35.7%	35.0%	33.0%	33.0%
税项	-32,283	-35,845	-31,915	-30,288	-31,711	ROA	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
少数股东权益	15,545	14,933	13,309	13,417	14,054	ROE	10.3%	9.4%	8.9%	8.4%	8.2%
<b>归属股东利润</b>	<b>22,524</b>	<b>22,618</b>	<b>22,662</b>	<b>22,844</b>	<b>23,929</b>	<b>偿付能力</b>					
派息	11,277	8,063	7,932	7,539	7,897	流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
<b>未分配利润</b>	<b>11,247</b>	<b>14,555</b>	<b>14,730</b>	<b>15,306</b>	<b>16,033</b>	利息覆盖率	5.5	6.7	5.3	5.0	4.7
每股盈利	1.94	1.95	1.95	1.97	2.06	净负债率	30.1%	44.1%	0.0%	0.0%	0.0%
每股派息	0.97	0.68	0.68	0.65	0.68						
<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	140,708	134,425	158,145	186,635	221,637	税前利润	70,353	73,396	67,887	66,549	69,693
受限制现金	8,644	2,783	3,061	3,367	3,704	调整项目	4,244	5,729	6,015	6,316	6,631
存货	1,083,598	913,731	1,005,104	1,105,614	1,216,175	营运资金变动	-38,535	-41,621	-41,621	-41,621	-41,621
应收账款	356,067	353,512	371,187	389,747	409,234	支付税项	-36,959	-37,340	-31,915	-30,288	-31,711
无形资产	8,542	10,310	10,825	11,367	11,935	<b>经营活动现金流</b>	<b>4,113</b>	<b>2,750</b>	<b>2,952</b>	<b>3,542</b>	<b>5,580</b>
固定资产	32,632	35,134	36,890	38,735	40,672	收购PPE、投资物业及无形资产	-9,578	-12,749	-12,037	-12,639	-13,271
投资性房地产	108,521	119,407	125,378	131,646	138,229	合营联营公司投资	-15,250	-10,158	-12,949	-14,244	-15,668
合营及联营公司	144,449	129,486	142,435	156,679	172,346	已付利息	4,425	2,532	3,750	3,938	4,134
其他资产	55,530	58,376	59,892	61,470	63,115	其他	-5,877	7,345	29,910	31,561	34,443
<b>总资产</b>	<b>1,938,693</b>	<b>1,757,163</b>	<b>1,912,917</b>	<b>2,085,260</b>	<b>2,277,048</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-26,281</b>	<b>-13,030</b>	<b>8,674</b>	<b>8,616</b>	<b>9,639</b>
长期银行贷款	234,474	274,370	303,965	337,275	374,798	借贷变化	7,619	41,479	33,445	37,685	42,468
短期银行贷款	53,842	48,146	52,961	58,257	64,083	已付股息	-41,564	-33,168	-16,479	-16,480	-17,812
应付账款	541,059	473,073	496,726	521,563	547,641	其他	10,841	-4,872	-4,872	-4,872	-4,872
应付税项	71,184	71,093	71,804	72,522	73,247	<b>融资活动现金流</b>	<b>-23,104</b>	<b>3,439</b>	<b>12,094</b>	<b>16,332</b>	<b>19,784</b>
递延所得税	1,345	1,179	1,203	1,227	1,252	<b>现金变动</b>	<b>-45,271</b>	<b>-6,841</b>	<b>23,720</b>	<b>28,490</b>	<b>35,002</b>
其他负债	644,016	484,311	553,227	632,663	724,188	初期现金	185,662	140,708	134,425	158,145	186,635
<b>总负债</b>	<b>1,545,920</b>	<b>1,352,172</b>	<b>1,479,886</b>	<b>1,623,506</b>	<b>1,785,208</b>	末期现金	140,708	134,425	158,145	186,635	221,637
<b>股东权益</b>	<b>235,953</b>	<b>242,691</b>	<b>257,422</b>	<b>272,727</b>	<b>288,760</b>						
少数股东权益	156,820	162,300	175,610	189,026	203,080						
<b>合计</b>	<b>392,773</b>	<b>404,992</b>	<b>433,031</b>	<b>461,754</b>	<b>491,840</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。