

# 股权投资有拖累，北京销售明显发力

华泰研究

2022年8月08日 | 中国内地

中报点评

房地产开发

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

4.76

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+(86) 21 2897 2228
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+(86) 21 2897 2218
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+(86) 21 2897 2087

## 地产主业经营表现不俗，维持“增持”评级

公司8月5日发布半年报，22H1实现营收84.0亿元，同比-22%；归母净利润-3.3亿元，去年同期为6.2亿元；扣非归母净利润0.1亿元，同比-99%；与业绩预告相符。考虑到交易性金融资产带来的亏损，我们下调公允价值变动收益和投资收益，下调2022/2023/2024年EPS至0.34/0.48/0.58元(0.45/0.52/0.61元)。可比公司2022E PE均值为11.4倍(Wind一致预期)，考虑到公司业绩波动，我们略收窄估值溢价，维持2022E PE 14倍的判断，目标价4.76元(前值6.30元)，维持“增持”评级。

## 交易性金融资产下跌拖累业绩，地产主业绩稳健

22H1公司营收有所下滑，主要因为结转节奏的正常波动。考虑到竣工面积同比+222%至132万平，我们预计全年结转规模仍有保障。公司归母净利润出现亏损、扣非归母净利润大幅下滑，主要因为：1、公司持有的国信证券(002736 CH)股票下跌造成公允价值变动损失5.4亿元；2、参股企业中科招商(未上市)所持有的金融资产股价下跌，导致公司确认投资亏损6.1亿元。剔除金融资产股价波动影响后，我们预计公司地产主业业绩表现相对稳健，总体毛利率因结转结构变化同比+6.3pct至23.9%。

## 销售金额逆势增长，深耕北京资源丰富

22H1公司实现销售面积26万平，同比-21%，但由于销售项目大多位于房价较高的北京，实现销售金额149亿元，同比+64%。根据公司半年报，公司位列北京权益销售金额榜第二名，逆势取得上半年最好销售业绩，我们预计全年销售金额仍有望向300亿元冲击。公司继续发挥深耕北京的优势：1、招拍挂拿地方面，公司在北京集中供地中底价竞得大井、马池口项目；2、一级开发方面，公司平各庄B地块、马池口项目、动感花园项目、走马庄项目等多个项目实现一级开发成本返还；3、棚改方面，临河项目前期投资已全部收回，望坛、密云大小王等棚改项目有序推进。

## 经营性净现金流创历史新高，融资优势突出

截至22H1，公司净负债率较21年末改善29pct至104%，已接近实现“黄档”。经营性净现金流达到94亿元，创出上市以来上半年经营性净现金流的最高水平，主要得益于销售发力、拿地稳健以及一级开发和棚改项目的回款。得益于北京国资委的背书，1-7月公司发行债券85亿元，票面利率仅为3.22%-3.77%，较21年进一步下行，融资优势突出，有望继续巩固公司在北京的资源获取优势。

风险提示：疫情、行业政策、行业下行导致销售增速不及预期，利润率下行风险，股权投资导致业绩波动的风险。

## 经营预测指标与估值

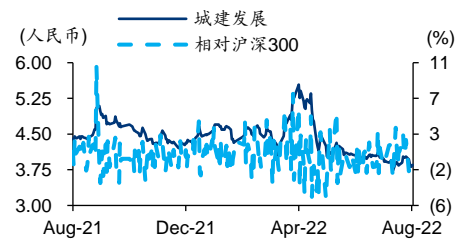
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	13,891	24,184	27,236	30,828	34,896
+/-%	(15.46)	74.10	12.62	13.19	13.20
归属母公司净利润(人民币百万)	1,234	641.26	776.40	1,088	1,309
+/-%	(40.88)	(48.04)	21.07	40.12	20.32
EPS(人民币，最新摊薄)	0.55	0.28	0.34	0.48	0.58
ROE(%)	3.94	3.24	3.56	4.67	5.23
PE(倍)	7.04	13.55	11.19	7.99	6.64
PB(倍)	0.34	0.34	0.33	0.32	0.31
EV EBITDA(倍)	22.43	28.77	28.68	21.93	19.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

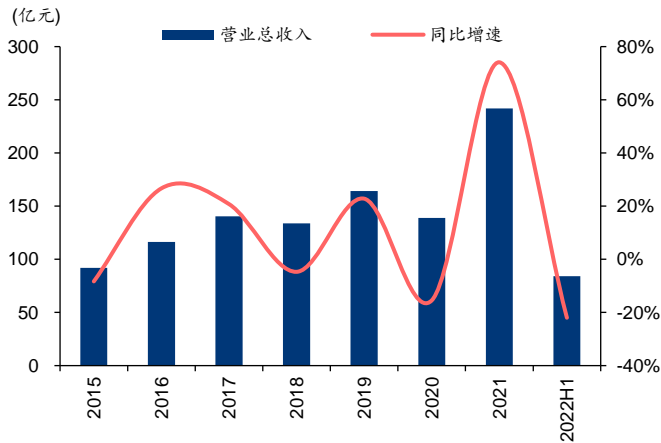
目标价(人民币)	4.76
收盘价(人民币 截至8月5日)	3.85
市值(人民币百万)	8,688
6个月平均日均成交额(人民币百万)	121.69
52周价格范围(人民币)	3.73-5.54
BVPS(人民币)	11.07

## 股价走势图



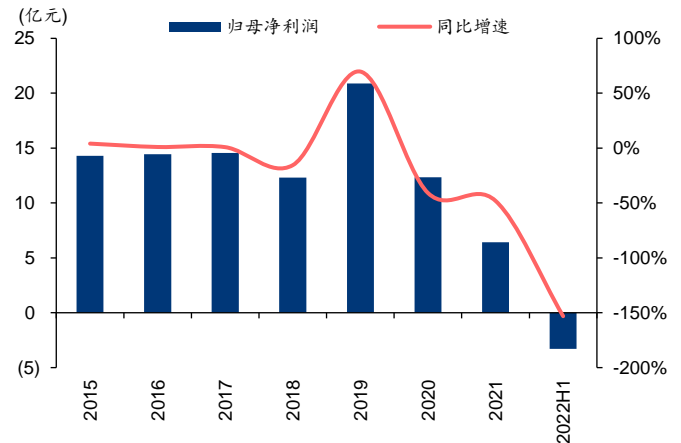
资料来源：Wind

图表1: 公司营业收入和同比增速



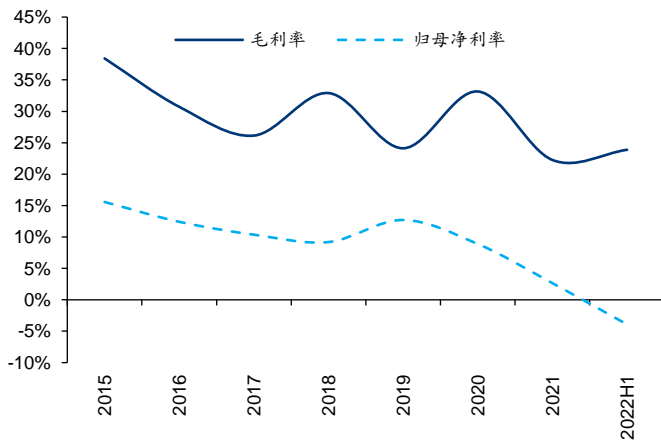
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润和同比增速



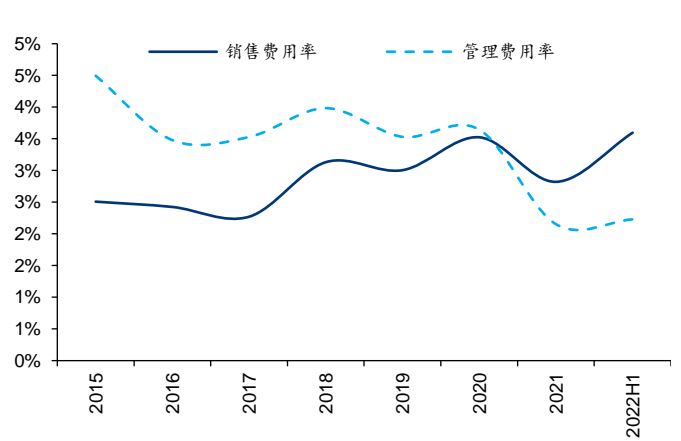
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 公司毛利率和归母净利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 公司销售和管理费用率 (不含研发费用)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

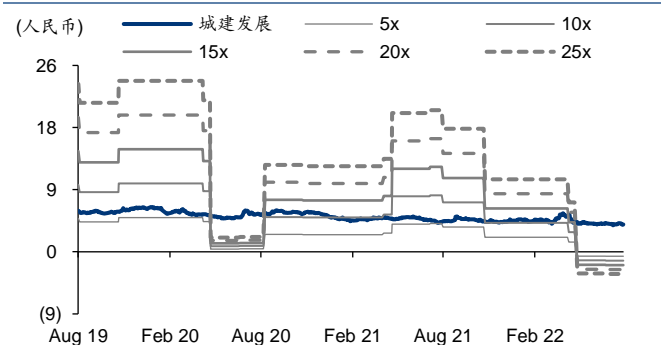
图表5: 可比公司估值情况

彭博代码	股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600007 CH	中国国贸	146.46	14.54	1.02	1.12	1.21	1.34	14.31	12.98	12.05	10.86
000402 CH	金融街	164.69	5.51	0.55	0.56	0.61	0.67	10.02	9.85	9.10	8.17
600376 CH	首开股份	111.18	4.31	0.27	0.38	0.48	1.00	16.06	11.30	8.94	4.32
	平均							13.46	11.38	10.03	7.78

注: 数据截止 2022 年 8 月 5 日, 盈利预测数据来自 Wind 一致预期

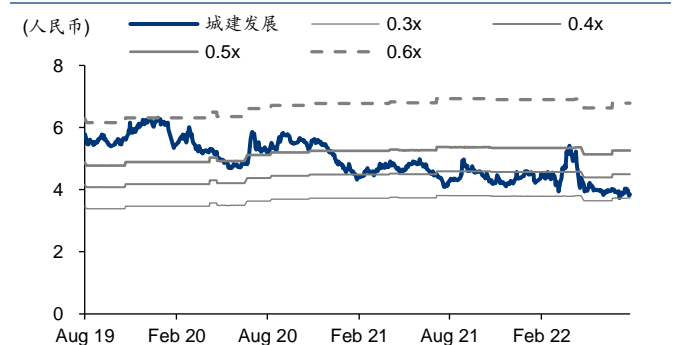
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 城建发展 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 城建发展 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 风险提示

**疫情发展不确定性。**国内外疫情反复、病毒变异等因素使得疫情发展存在不确定性，可能影响公司拿地、施工和销售。

**行业政策风险。**宏观流动性的变化，因城施策的调控政策，土地、金融、财税、住房制度等相关领域政策存在不确定性，可能影响公司销售。

**行业下行风险。**若宏观流动性和调控政策未出现较大力度放松，部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在下行风险，可能影响公司销售。

**利润率下行风险。**受房地产行业利润率下行影响，公司毛利率仍有继续下行的可能。此外，存货减值、少数股东损益占比波动等因素亦可能导致公司利润率不及预期。

**股权投资导致业绩波动的风险。**公司股权投资较多，可能通过投资收益、公允价值变动损益等科目放大公司业绩的波动性。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	114,475	121,378	128,299	139,019	149,539
现金	10,553	14,155	16,809	22,711	28,311
应收账款	131.04	58.06	154.91	86.15	186.71
其他应收账款	6,182	6,746	6,872	8,542	8,906
预付账款	3,105	2,581	3,472	3,379	4,376
存货	86,876	91,301	94,040	96,861	99,767
其他流动资产	7,628	6,537	6,952	7,440	7,992
<b>非流动资产</b>	16,889	17,917	20,119	22,511	25,001
长期投资	3,065	3,329	3,392	3,556	3,720
固定投资	581.81	625.58	945.38	1,487	2,186
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	13,242	13,963	15,782	17,468	19,096
<b>资产总计</b>	131,364	139,295	148,418	161,529	174,539
<b>流动负债</b>	46,340	58,174	61,838	71,129	80,539
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	9,230	10,365	11,137	13,212	14,363
其他流动负债	37,111	47,810	50,701	57,917	66,177
<b>非流动负债</b>	57,045	52,503	57,140	59,754	61,901
长期借款	37,607	35,494	37,995	38,097	37,398
其他非流动负债	19,438	17,009	19,144	21,657	24,503
<b>负债合计</b>	103,386	110,677	118,978	130,883	142,440
少数股东权益	2,221	3,011	3,284	3,627	3,996
股本	2,257	2,257	2,257	2,257	2,257
资本公积	3,261	3,329	3,329	3,329	3,329
留存公积	15,744	15,892	16,626	17,628	18,803
归属母公司股东权益	25,758	25,607	26,157	27,020	28,103
<b>负债和股东权益</b>	131,364	139,295	148,418	161,529	174,539

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	(903.76)	3,092	2,729	4,152	4,019
净利润	1,103	927.43	1,049	1,431	1,678
折旧摊销	64.99	99.06	95.28	129.20	168.36
财务费用	1,072	443.74	458.88	445.92	420.59
投资损失	(372.16)	(201.81)	147.27	47.27	47.27
营运资金变动	(2,752)	961.46	851.80	2,085	1,703
其他经营现金	(19.54)	862.01	126.33	13.66	2.23
<b>投资活动现金</b>	(350.12)	653.09	(2,331)	(2,298)	(2,387)
资本支出	(96.39)	(183.99)	(1,170)	(1,164)	(1,184)
长期投资	(83.15)	598.40	(63.64)	(163.64)	(163.64)
其他投资现金	(170.58)	238.69	(1,098)	(970.23)	(1,040)
<b>筹资活动现金</b>	2,175	(159.43)	2,256	4,048	3,968
短期借款	(20.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	6,744	(2,113)	2,501	101.13	(698.87)
普通股增加	376.09	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(223.72)	68.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,701)	1,886	(245.13)	3,947	4,667
现金净增加额	921.08	3,586	2,653	5,902	5,600

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	13,891	24,184	27,236	30,828	34,896
营业成本	9,285	18,802	21,501	24,349	27,574
营业税金及附加	1,420	1,422	1,601	1,812	2,051
营业费用	489.53	682.25	768.35	869.66	984.42
管理费用	506.41	494.26	556.64	630.04	713.18
财务费用	1,072	443.74	458.88	445.92	420.59
资产减值损失	(329.05)	(403.77)	(454.85)	(462.42)	(523.44)
公允价值变动收益	320.86	(722.19)	(200.00)	(100.00)	(100.00)
投资净收益	372.16	201.81	(147.27)	(47.27)	(47.27)
<b>营业利润</b>	1,511	1,395	1,537	2,097	2,454
营业外收入	8.17	39.95	18.55	22.22	26.91
营业外支出	15.18	13.44	12.66	13.76	13.29
<b>利润总额</b>	1,504	1,421	1,543	2,105	2,468
所得税	401.00	493.89	493.73	673.61	789.73
<b>净利润</b>	1,103	927.43	1,049	1,431	1,678
少数股东损益	(131.56)	286.18	272.79	343.54	369.20
归属母公司净利润	1,234	641.26	776.40	1,088	1,309
EBITDA	2,609	1,935	1,961	2,526	2,882
EPS (人民币, 基本)	0.55	0.28	0.34	0.48	0.58

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(15.46)	74.10	12.62	13.19	13.20
营业利润	(44.56)	(7.67)	10.20	36.40	17.06
归属母公司净利润	(40.88)	(48.04)	21.07	40.12	20.32
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	33.16	22.26	21.06	21.02	20.98
净利率	7.94	3.83	3.85	4.64	4.81
ROE	3.94	3.24	3.56	4.67	5.23
ROIC	3.05	2.11	2.23	2.91	3.33
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	78.70	79.46	80.16	81.03	81.61
净负债比率 (%)	186.74	165.02	161.38	151.17	141.26
流动比率	2.47	2.09	2.07	1.95	1.86
速动比率	0.46	0.42	0.44	0.49	0.50
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.11	0.18	0.19	0.20	0.21
应收账款周转率	101.02	255.78	255.78	255.78	255.78
应付账款周转率	1.04	1.92	2.00	2.00	2.00
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.28	0.34	0.48	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.40)	1.37	1.21	1.84	1.78
每股净资产(最新摊薄)	11.41	11.35	11.59	11.97	12.45
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	7.04	13.55	11.19	7.99	6.64
PB (倍)	0.34	0.34	0.33	0.32	0.31
EV EBITDA (倍)	22.43	28.77	28.68	21.93	19.00

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 陈慎、刘璐、林正衡, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司