

投资评级 优于大市 维持

主业规模稳步提升，分项板块提质发展

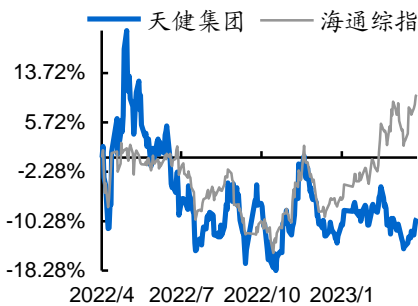
股票数据

04月14日收盘价(元)	5.72
52周股价波动(元)	5.03-8.28
总股本/流通A股(百万股)	1869/1868
总市值/流通市值(百万元)	10688/10687

相关研究

《3Q业绩转正，业务稳中有进》2022.10.27
 《2H关注土储扩张，深圳区域销售推进》
 2022.08.23
 《深圳国资地产龙头，主业突出、多元发展》
 2022.05.05

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.4	-0.7	4.8
相对涨幅(%)	1.7	0.6	4.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@haitong.com

证书:S0850510120001

投资要点:

● 营收利润稳增长，毛利率企稳回升。

● **1)** 2022年，公司实现营业收入264.64亿元，同比增长13.73%，实现归母净利润19.50亿元，同比增加0.85%，基本每股收益0.97元，同比增长1.11%。其中，公司实现城市建设板块营业收入184.10亿元，同比增长25.44%，综合开发板块营业收入100.32亿元，同比增长1.97%，城市服务板块营业收入14.40亿元，同比增长17.58%。

● **2)** 2022年公司毛利率为20.35%，较2021年上升了0.61个百分点。其中，公司城市建设板块毛利率为6.17%，较2021年下降了1.19个百分点，综合开发板块毛利率为42.17%，较2021年上升了6.21个百分点，物业租赁业务毛利率为22.08%，较2021年下降了15.24个百分点。

● **持有现金增厚，项目投资增加。**截至2022年底，公司资产负债率为79.64%，较2021年增加了1.08个百分点；持有货币资金为92.18亿元，同比增加了9.58%；一年内到期的非流动负债为32.61亿元，同比增加了20.20%。2022年，公司经营活动现金流净额为-14.55亿元，同比下降了235.69%，主要因为主要为地产开发项目及建设支出增加。2022年地产项目增加土地储备及项目投资增加，导致经营活动产生的经营净流量与净利润存在重大的差异。

● **多项业务全面推进。**2022年，公司加速业务转型升级，聚焦能力、资质、品牌提升。公司新增承接PPP、EPC、代建、总承包等各类工程多项，在建项目276项，合同造价590.97亿元，同比增长31.76%。2022年，公司主要在建、在售及储备等各类项目计容总建面累计381.14万平；在建项目8个，计容建面总额106.05万平；主要在售项目21个，计容建面总额255.18万平，累计结转建面133.92万平，未结转建面101.78万平。2022年，公司城市基础设施管养服务承接养护道路1854条，桥梁926座，设施维护道路4466条，隧道管养单洞50个；棚户区改造服务共为9个项目提供咨询服务，推进1个实施主体项目，推进1个土地整备利益统筹前期服务商项目；商业运营服务租金收缴率达96%；物业服务新增物业管理项目107个，面积441.79万平，业务覆盖全国29个城市，管理费收缴率95.02%。

● **维持“优于大市”评级。**预计公司2023-2024年EPS分别为1.09元、1.16元。给予公司2023年7-8倍动态市盈率，对应合理价值区间为每股7.65-8.74元，给予“优于大市”评级。

● **风险提示。**房地产销售和价格下跌风险；公司多元化业务拓展不顺风险等

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23269	26464	28844	31495	34557
(+/-)YoY(%)	35.9%	13.7%	9.0%	9.2%	9.7%
净利润(百万元)	1933	1950	2042	2172	2348
(+/-)YoY(%)	30.1%	0.9%	4.7%	6.4%	8.1%
全面摊薄EPS(元)	1.03	1.04	1.09	1.16	1.26
毛利率(%)	19.7%	20.4%	19.7%	20.3%	20.5%
净资产收益率(%)	15.2%	14.2%	13.4%	13.0%	12.7%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表 (均为人民币计价)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	15.81	1.95	2.00	2.09	8.11	7.89	7.56
600048.SH	保利发展	15.07	1.53	1.88	2.09	9.85	8.01	7.21
001979.SZ	招商蛇口	14.99	0.41	1.00	1.38	36.56	14.99	10.84
600383.SH	金地集团	8.85	2.13	2.28	2.43	4.15	3.87	3.64
600153.SH	建发股份	12.78	1.93	2.42	2.75	6.62	5.28	4.65
	均值					13.06	8.01	6.78

注: 收盘价为 2023 年 4 月 14 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	26464	28844	31495	34557
每股收益	1.04	1.09	1.16	1.26	营业成本	21078	23164	25093	27483
每股净资产	7.34	8.13	8.97	9.88	毛利率%	20.4%	19.7%	20.3%	20.5%
每股经营现金流	-0.78	0.05	2.22	1.22	营业税金及附加	348	346	425	467
每股股利	0.32	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%
价值评估 (倍)					营业费用	181	187	220	242
P/E	5.48	5.23	4.92	4.55	营业费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
P/B	0.78	0.70	0.64	0.58	管理费用	508	548	614	674
P/S	0.40	0.37	0.34	0.31	管理费用率%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	5.71	4.30	3.65	3.34	EBIT	3140	4116	4534	5027
股息率%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	378	548	580	599
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	1.9%	1.8%	1.7%
毛利率	20.4%	19.7%	20.3%	20.5%	资产减值损失	-655	-592	-642	-842
净利润率	7.4%	7.1%	6.9%	6.8%	投资收益	55	87	79	86
净资产收益率	14.2%	13.4%	13.0%	12.7%	营业利润	2806	2932	3220	3481
资产回报率	2.8%	3.1%	2.8%	3.0%	营业外收支	8	8	9	10
投资回报率	6.6%	8.8%	8.7%	9.0%	利润总额	2814	2941	3230	3492
盈利增长 (%)					EBITDA	3532	5448	6137	6954
营业收入增长率	13.7%	9.0%	9.2%	9.7%	所得税	843	882	1033	1117
EBIT 增长率	3.4%	31.1%	10.2%	10.9%	有效所得税率%	30.0%	30.0%	32.0%	32.0%
净利润增长率	0.9%	4.7%	6.4%	8.1%	少数股东损益	21	16	24	26
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1950	2042	2172	2348
资产负债率	79.6%	76.7%	77.7%	76.0%					
流动比率	1.41	1.48	1.43	1.49	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.31	0.22	0.23	0.24	货币资金	9218	4385	6439	6568
现金比率	0.21	0.11	0.14	0.14	应收账款及应收票据	3222	3568	3780	3883
经营效率指标					存货	32828	32303	37744	37299
应收账款周转天数	44.51	42.00	42.00	40.00	其它流动资产	15417	17624	19984	21843
存货周转天数	523.77	510.00	510.00	500.00	流动资产合计	60686	57880	67948	69593
总资产周转率	0.41	0.42	0.44	0.44	长期股权投资	144	176	207	239
固定资产周转率	53.41	59.30	66.01	75.46	固定资产	488	485	469	447
					在建工程	35	46	58	71
					无形资产	1587	2053	2502	2915
					非流动资产合计	8520	8873	9109	9005
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	69206	66753	77057	78598
净利润	1950	2042	2172	2348	短期借款	4021	2021	2521	3021
少数股东损益	21	16	24	26	应付票据及应付账款	18782	15530	22010	19359
非现金支出	1113	1989	2330	2864	预收账款	42	46	50	55
非经营收益	1074	545	536	567	其它流动负债	20248	21583	22818	24295
营运资金变动	-5613	-4496	-919	-3520	流动负债合计	43093	39179	47399	46730
经营活动现金流	-1455	97	4143	2286	长期借款	10061	10361	10761	11161
资产	-716	-663	-670	-664	其它长期负债	1964	1629	1719	1809
投资	-229	-987	-1125	-1105	非流动负债合计	12025	11990	12480	12970
其他	29	7	-8	-9	负债总计	55117	51169	59879	59700
投资活动现金流	-916	-1642	-1803	-1779	实收资本	1869	1869	1869	1869
债权募资	4428	-2035	990	990	归属于母公司所有者权益	13714	15194	16764	18458
股权募资	124	0	0	0	少数股东权益	374	390	415	441
其他	-895	-1253	-1276	-1368	负债和所有者权益合计	69206	66753	77057	78598
融资活动现金流	3657	-3288	-286	-378					
现金净流量	1286	-4833	2054	129					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 14 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华侨城 A,新湖中宝,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,天健集团,金科股份,建发股份,卓越商企服务,融创服务,万物云,保利发展,锦和商管,华发股份,金地集团,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,张江高科,美的置业,远洋服务,越秀服务,首开股份,陆家嘴,万科 A,绿城中国,中国金茂,建发国际集团,新城控股

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。