

短期业绩承压，投销融保持积极

华泰研究

2022年10月31日 | 中国内地

季报点评

房地产开发

投资评级(下调):

持有

目标价(人民币):

9.66

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
联系人	陈颖
SAC No. S0570122050022	chenying019881@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

2023年起盈利能力有望逐步修复，下调至“持有”评级

公司10月30日发布三季报，1-3Q2022实现营收152.5亿，同比+155%；归母净利润-1.7亿元，去年同期为0.02亿元。随着土地市场竞争烈度的下降和房地产市场的企稳，我们预计2023年起公司盈利能力有望逐步修复，调整2022-2024年EPS至0.34/0.70/1.12元(2022/2023年前值0.57/0.83元)。可比公司2023PE均值9.2倍(Wind一致预期)，考虑到公司投销融依然积极、具备较大的结转弹性、央企集团的协同支持，我们认为公司合理2023PE为13.8倍，目标价9.66元(前值5.98元，基于7.2倍2023PE)。但由于公司前期涨幅较大、估值较高，下调至“持有”评级。

继续承受规模扩张带来的阵痛，全年业绩有望扭亏回正

2019年以来公司销售规模快速扩张，这批项目逐步结转推动营收自21Q4以来持续高速增长。但1-3Q出现亏损，主要由于：1、扩张期拿地成本较高、地产下行以及结转结构的变化，导致毛利率同比-10.5pct至11.5%；2、合作项目结转较多，少数股东损益达到3.0亿元，超过净利润；3、收购项目公司股权时的公允价值重估导致投资亏损1.9亿元；4、部分亏损无法抵消导致报表所得税率高达74.7%。截至22Q3公司合同负债仍有463亿元，相对2021年营收覆盖率高达318%，我们预计Q4结转规模仍然充裕，且部分高毛利项目有望结转/处置，带动全年业绩扭亏回正且与2021年持平。

充裕货值支撑下，Q3销售金额接近回正

受制于地产下行，1-3Q公司销售面积同比-14%至155万平，销售金额同比-25%至347亿元，权益比例较2021全年-2pct至69%。其中，Q3公司销售金额同比-1%至142亿元，已经接近回正，显著跑赢行业(根据国家统计局，Q3全国商品房销售金额同比-20%)，主要得益于充裕可售货值的支撑。

前三季度拿地强度仍然较高，内外部融资渠道畅通

由于地产下行，2022年以来公司拿地强度逐季下降，但1-3Q新增拿地总价仍有177亿元，拿地强度达到51%，在厦门、合肥、武汉、成都、长沙等二线城市均有落子，继续为未来发展奠定优质弹药。公司拿地权益比例较2021年-24pct至38%，主要被厦门收购项目拉低(总价100亿元，公司权益比例仅19%)。尽管公司仍为“红档”房企，但央企属性使得公司依然能够低成本融资，2022年以来公开市场发债22.7亿元，利率为3.22%-4.50%。此外，公司亦获得中交房地产集团的融资支持，2022年以来累计向集团借款120.3亿元，利率不超过7.5%。

风险提示：疫情、行业下行、盈利能力下行、资金链、公司治理风险。

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)	12,300	14,542	21,993	28,855	36,412
+/-%	(12.54)	18.23	51.23	31.20	26.19
归属母公司净利润(人民币百万)	347.49	235.65	236.09	487.50	780.40
+/-%	(35.95)	(32.19)	0.19	106.49	60.08
EPS(人民币，最新摊薄)	0.50	0.34	0.34	0.70	1.12
ROE(%)	6.95	4.12	2.84	5.03	6.83
PE(倍)	21.15	31.19	31.13	15.08	9.42
PB(倍)	2.40	2.26	2.12	1.87	1.57
EV EBITDA(倍)	28.24	36.25	32.79	26.53	18.92

资料来源：公司公告、华泰研究预测

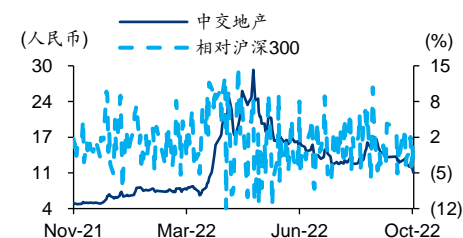
华泰证券2023年度投资峰会



基本数据

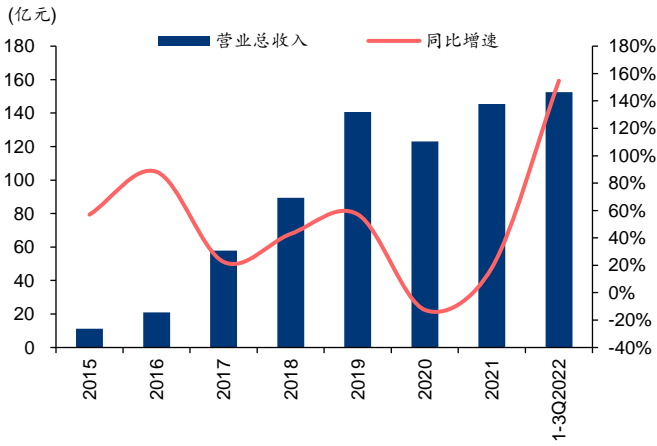
目标价(人民币)	9.66
收盘价(人民币 截至10月28日)	10.57
市值(人民币百万)	7,351
6个月平均日成交额(人民币百万)	847.45
52周价格范围(人民币)	4.81-29.26
BVPS(人民币)	4.40

股价走势图



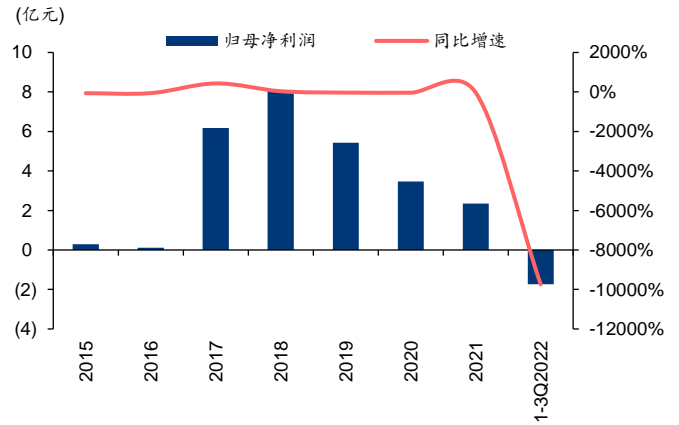
资料来源：Wind

图表1：公司营业收入和同比增速



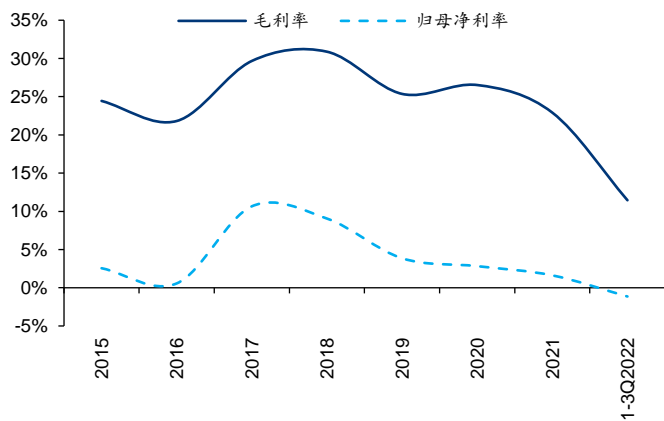
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



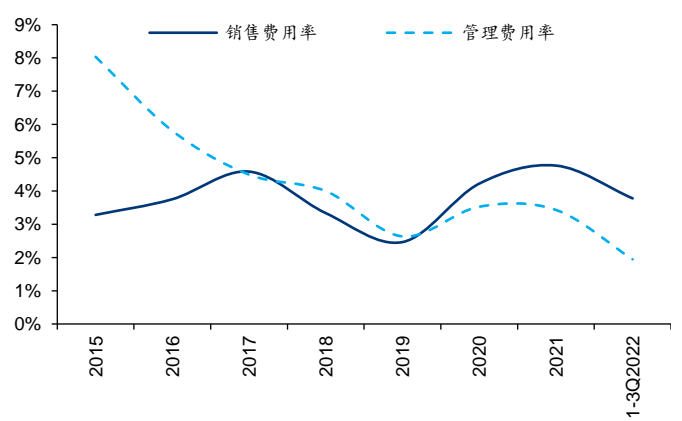
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司毛利率和归母净利率



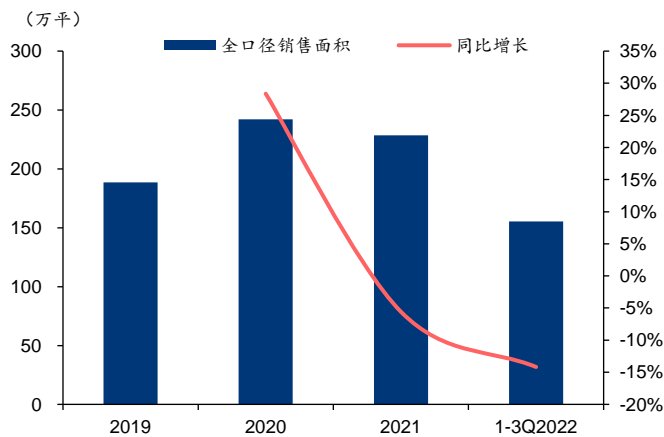
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司销售和管理费用率（不含研发费用）



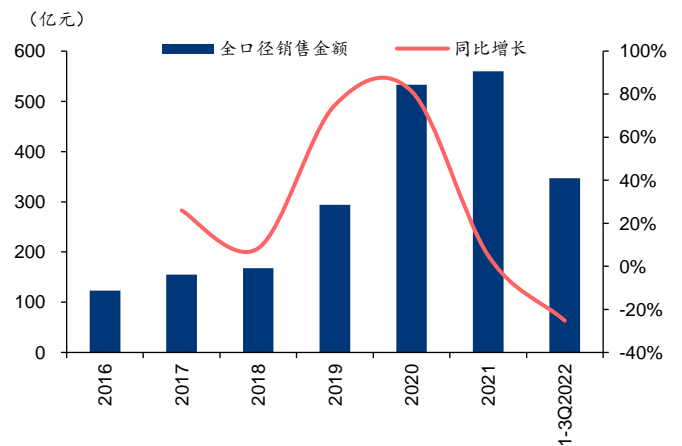
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：公司销售面积和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司销售金额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

我们预计公司 2022 年将继续消化前期规模扩张带来的阵痛，虽然营收能够同比大幅增长，但毛利率将出现明显下滑、亏损项目将增加，导致报表所得税率、少数股东损益占比等指标出现一定扭曲。随着土地市场竞争烈度的下降和房地产市场的企稳，我们预计 2023 年起公司毛利率有望逐步修复，也将带动报表所得税率、少数股东损益占比等指标向正常水平逐步回归。我们上调 2022-2023 年的营收、报表所得税率、少数股东损益占比，下调毛利率，预计 2022-2024 年 EPS 为 0.34/0.70/1.12 元（2022/2023 年前值 0.57/0.83 元）。

图表7：关键假设对照表

预测项目	原预测		新预测		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营收（百万元）	15,495	22,429	21,993	28,855	36,412
毛利率	22.80%	22.30%	15.20%	16.16%	16.64%
报表所得税率	37.18%	37.08%	50.00%	40.00%	35.00%
少数股东损益占比	50.00%	50.00%	55.00%	50.00%	45.00%
归母净利润（百万元）	393	576	236	488	780
EPS（元）	0.57	0.83	0.34	0.70	1.12

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表8：可比公司估值表

股票代码	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
600266 CH	城建发展	79.88	3.54	0.28	0.34	0.48	0.58	12.46	10.29	7.34	6.10
001979 CH	招商蛇口	1,086.57	14.04	1.34	1.29	1.41	1.55	10.48	10.88	9.95	9.07
000031 CH	大悦城	135.88	3.17	0.03	0.17	0.23	0.26	126.38	18.67	14.01	12.11
600325 CH	华发股份	199.01	9.40	1.51	1.62	1.75	1.91	6.23	5.80	5.37	4.93
	行业平均							38.89	11.41	9.17	8.05

注：盈利预测来自 Wind 一致预期，数据截至 2022 年 10 月 28 日

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

疫情发展不确定性。国内疫情发展存在不确定性，可能影响公司拿地、施工和销售。

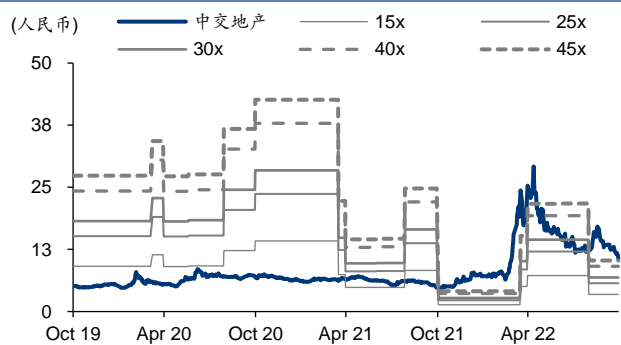
地产销售下行风险。若宏观流动性和调控政策未出现较大力度放松，部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在下行风险，可能拖累公司经营表现。

盈利能力不及预期。公司逆周期扩张的过程中，部分项目拿地成本较高，合作项目也有所增加，若销售去化不及预期，可能导致公司毛利率、投资收益、少数股东损益占比等指标出现波动，拖累盈利表现。

资金链风险。公司净负债率、短债覆盖率、扣除预收账款的资产负债率尚未达到“三道红线”的要求，尽管公司具有央企背景，但在行业下行期可能仍将面临资金链压力。

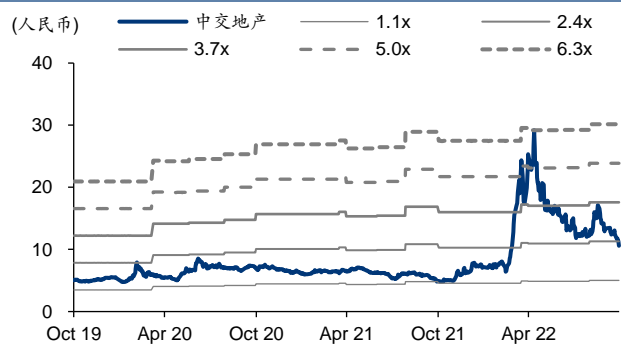
公司治理风险。公司历史上高管变动较为频繁，中国交通建设集团旗下地产业务平台较多，可能增加公司发展战略的不确定性。

图表9: 中交地产 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表10: 中交地产 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	95,246	131,425	144,350	154,928	180,864
现金	11,534	12,370	11,175	18,413	34,774
应收账款	11.93	47.29	34.12	62.98	48.41
其他应收账款	6,100	6,002	6,100	6,002	6,100
预付账款	4,248	1,370	4,248	1,370	4,248
存货	72,035	108,894	119,784	125,773	132,061
其他流动资产	1,317	2,742	3,010	3,307	3,632
非流动资产	4,257	10,537	14,338	18,378	22,643
长期投资	2,261	5,066	7,977	11,032	14,237
固定投资	105.51	86.64	256.20	518.72	865.90
无形资产	9.05	6.96	6.56	4.90	2.96
其他非流动资产	1,881	5,377	6,098	6,823	7,537
资产总计	99,503	141,962	158,688	173,306	203,507
流动负债	43,774	77,268	87,820	96,433	122,787
短期借款	2,239	889.13	889.13	889.13	889.13
应付账款	8,961	9,886	18,620	14,993	23,347
其他流动负债	32,573	66,494	68,310	80,552	98,551
非流动负债	42,837	46,748	52,425	57,483	59,939
长期借款	24,864	28,624	32,499	35,575	35,850
其他非流动负债	17,973	18,124	19,926	21,908	24,089
负债合计	86,611	124,017	140,245	153,916	182,726
少数股东权益	9,831	14,687	14,976	15,463	16,102
股本	695.43	695.43	695.43	695.43	695.43
资本公积	130.56	130.73	130.73	130.73	130.73
留存公积	2,282	2,483	2,955	3,833	5,110
归属母公司股东权益	3,061	3,259	3,467	3,927	4,679
负债和股东权益	99,503	141,962	158,688	173,306	203,507

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	(18,740)	(4,452)	7,005	4,109	16,361
净利润	896.01	739.22	524.65	975.00	1,419
折旧摊销	47.44	81.80	47.87	64.22	110.07
财务费用	498.79	467.56	728.76	984.09	1,240
投资损失	(427.43)	(798.13)	(365.39)	(361.93)	(358.13)
营运资金变动	(19,913)	(5,441)	6,108	2,494	14,005
其他经营现金	158.10	498.54	(39.01)	(46.16)	(54.04)
投资活动现金	(1,539)	(4,160)	(3,427)	(3,682)	(3,950)
资本支出	(26.99)	(74.06)	(693.42)	(779.62)	(869.38)
长期投资	(1,891)	(4,947)	(2,911)	(3,055)	(3,205)
其他投资现金	379.00	860.40	176.91	152.46	124.95
筹资活动现金	22,840	10,474	(4,773)	6,810	3,949
短期借款	2,239	(1,350)	0.00	0.00	0.00
长期借款	18,288	3,760	3,875	3,075	275.14
普通股增加	160.48	0.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(90.76)	0.17	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,243	8,063	(8,648)	3,735	3,674
现金净增加额	2,561	1,861	(1,195)	7,238	16,361

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
营业收入	12,300	14,542	21,993	28,855	36,412
营业成本	9,037	11,210	18,651	24,192	30,353
营业税金及附加	463.04	677.12	325.49	427.06	538.90
营业费用	519.09	692.70	879.71	1,125	1,384
管理费用	433.74	498.79	549.82	706.95	873.88
财务费用	498.79	467.56	728.76	984.09	1,240
资产减值损失	(346.51)	(137.75)	(164.95)	(144.28)	(182.06)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	427.43	798.13	365.39	361.93	358.13
营业利润	1,464	1,511	1,046	1,620	2,176
营业外收入	3.31	16.37	7.80	9.16	11.11
营业外支出	3.77	4.50	4.09	4.12	4.24
利润总额	1,464	1,522	1,049	1,625	2,183
所得税	567.81	783.16	524.65	650.00	764.03
净利润	896.01	739.22	524.65	975.00	1,419
少数股东损益	548.52	503.57	288.56	487.50	638.51
归属母公司净利润	347.49	235.65	236.09	487.50	780.40
EBITDA	1,994	2,060	2,200	2,760	3,314
EPS (人民币, 基本)	0.50	0.34	0.34	0.70	1.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(12.54)	18.23	51.23	31.20	26.19
营业利润	(18.24)	3.16	(30.78)	54.93	34.33
归属母公司净利润	(35.95)	(32.19)	0.19	106.49	60.08
获利能力 (%)					
毛利率	26.52	22.91	15.20	16.16	16.64
净利率	7.28	5.08	2.39	3.38	3.90
ROE	6.95	4.12	2.84	5.03	6.83
ROIC	3.06	1.96	2.48	3.92	7.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	87.04	87.36	88.38	88.81	89.79
净负债比率 (%)	303.54	293.27	270.08	259.90	188.87
流动比率	2.18	1.70	1.64	1.61	1.47
速动比率	0.40	0.24	0.20	0.25	0.33
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.12	0.15	0.17	0.19
应收账款周转率	725.12	491.16	540.28	594.30	653.73
应付账款周转率	1.21	1.19	1.31	1.44	1.58
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.34	0.34	0.70	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	(26.95)	(6.40)	10.07	5.91	23.53
每股净资产(最新摊薄)	4.40	4.69	4.99	5.65	6.73
估值比率					
PE (倍)	21.15	31.19	31.13	15.08	9.42
PB (倍)	2.40	2.26	2.12	1.87	1.57
EV EBITDA (倍)	28.24	36.25	32.79	26.53	18.92

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 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

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

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