投资评级 优于大市 维持

股票数据

04月28日收盘价(元)	15.14
52周股价波动（元）	13.13-20.63
总股本/流通A股（百万股）	11931/9717
总市值/流通市值（百万元）	180631/180517

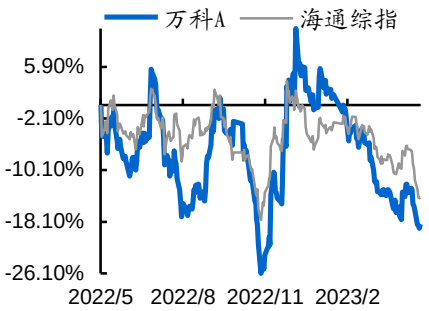
相关研究

《厉兵秣马待东风，守得云开见月明》2023.04.01

《抢占政策红利窗口，拟非公开发行募资》2023.02.13

《再获大股东关键支持，抢占融资红利窗口》2022.12.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-1.4	-11.7	-18.5
相对涨幅（%）	-2.1	-10.7	-14.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊
Tel:(021)23219747
Email:tll5535@haitong.com
证书:S0850510120001

债务水平持续优化，投资节奏保持精准

投资要点：

- **事件：公司公告2023年1季报。**

- **债务水平保持稳定，住宅以外业务影响当期利润率。1）**公司实现营业收入684.7亿元，同比增长9.3%；实现归属于上市公司股东的净利润14.5亿元，同比增长1.2%。其中，房地产开发业务结算面积434.0万平方米，贡献营业收入541.6亿元，同比分别增长15.8%和增长9.8%。**2）**2023年一季度扣除税金及附加前，公司整体毛利率15.4%，其中开发业务的结算毛利率17.2%。截至2023年一季度，公司净负债率45.5%；持有货币资金1400.1亿元，对短期借款和一年内到期有息负债覆盖倍数为2.4倍；长期负债占比进一步提高至81.5%；“三道红线”持续保持绿档，国际信用评级稳定。

- **当季销售保持平稳，投资节奏保持精准。**2023年一季度，公司实现合同销售面积625.7万平方米，合同销售金额1013.8亿元，同比分别下降1.1%和4.8%。截至一季度末，公司合并报表范围内有3435.3万平方米已售资源未竣工结算，合同金额5488.6亿元。2023年一季度，公司新增加5个开发项目，总规划计容建筑面积87.6万平方米，权益规划计容建筑面积48.4万平。截至2023年一季度，公司在建项目总计容建筑面积8042.8万平方米，权益计容建筑面积5097.6万平。规划中项目总计容建筑面积3541.7万平方米，权益计容建筑面积2252.1万平方米。报告期内公司实现新开工及复工计容面积590万平方米，完成全年计划35.3%；实现竣工计容面积344.1万平方米，完成全年计划10.7%。

- **多元业务有序开展。1）**2022年一季度，公司租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入7.8亿元，同比增长10.8%。公司所管理的租赁住宅中，已有8.14万间纳入保障性租赁住房。**2）**公司物流仓储业务（含非并表项目）实现营业收入9.6亿元，同比增长20.0%。其中高标营业收入5.7亿元，同比增长11.5%，冷链营业收入(不含供应链业务收入)3.9亿元，同比增长35.0%。3）公司商业开发与运营业务实现营业收入23.3亿元（含非并表收入），同比增长10.4%，其中印力集团控股有限公司管理的商业项目营业收入13.7亿元。

- **投资建议：维持“优于大市”评级。**我们认为公司多项业务仍具备发展潜力，2023年开始基本面发展趋势有望逐步企稳回升。预计公司2023年和2024年EPS在2.01和2.15元。考虑公司龙头地位，我们给予公司估值适度溢价，按照2023年10-12XPE水平，对应合理价值区间20.1-24.12元，维持“优于大市”评级。

- **风险提示：行业面临总量下行风险。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	452798	503838	540156	584268	636468
(+/-)YoY(%)	8.0%	11.3%	7.2%	8.2%	8.9%
净利润(百万元)	22524	22618	24038	25683	27748
(+/-)YoY(%)	-45.7%	0.4%	6.3%	6.8%	8.0%
全面摊薄EPS(元)	1.89	1.90	2.01	2.15	2.33
毛利率(%)	21.8%	19.6%	19.7%	19.8%	19.8%
净资产收益率(%)	9.5%	9.3%	9.3%	9.3%	9.4%

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 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1Q2022	1Q2023	Ppt	2022	海通分析
毛利率	18.87	15.45	-3.43	19.55	
净利率	4.45	4.14	-0.31	7.45	
资产负债率	79.80	77.20	-2.61	76.95	“三道红线”持续保持绿档
有息负债率	46.13	49.25	3.12	50.45	
三项费用占收入比	9.52	6.58	-2.94	5.02	
全面摊薄净资产收益率	0.60	0.71	0.11	9.45	
(百万元)	**1Q2022**	**1Q2023**	**Ppt**	**2022**	**海通分析**
总资产	1947369.38	1743078.59	-10.49%	1757124.44	
净资产	393309.71	397505.86	1.07%	404991.51	
货币现金	141783.28	140005.97	-1.25%	137207.63	
合同负债	655830.83	487114.09	-25.73%	465580.96	
一年内到期的非流动负债	44560.65	59656.95	33.88%	63,922.07	
经营活动现金流净额	-13259.19	7001.30	152.80%	2750.45	销售回款增加及经营支出减少

资料来源：公司 2022 年年报、2022 年 1 季报、2023 年 1 季报，海通证券研究所

表 2 公司利润表情况

单位：百万元	1Q2022	1Q2023	YOY%	海通分析
一、营业总收入	62667.07	68474.01	9.27%	
二、营业总成本	59284.20	65285.60	10.12%	
营业成本	50838.80	57896.60	13.88%	
营业税金及附加	2416.18	2662.56	10.20%	
销售费用	1829.06	1718.42	-6.05%	
管理费用	2610.96	1552.43	-40.54%	人工及行政费用下降影响
财务费用	1381.15	1236.81	-10.45%	
资产减值损失	0.00	0.00		
投资净收益	575.19	577.94	0.48%	
三、营业利润	3969.82	4091.13	3.06%	
加：营业外收入	255.76	246.10	-3.78%	
减：营业外支出	144.44	105.51	-26.95%	
四、利润总额	4081.14	4231.72	3.69%	
减：所得税	1294.15	1398.01	8.03%	
五、净利润	2787.00	2833.71	1.68%	
减：少数股东损益	1358.00	1387.90	2.20%	
归属母公司净利润	1428.99	1445.81	1.18%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.12	0.13	1.79%	

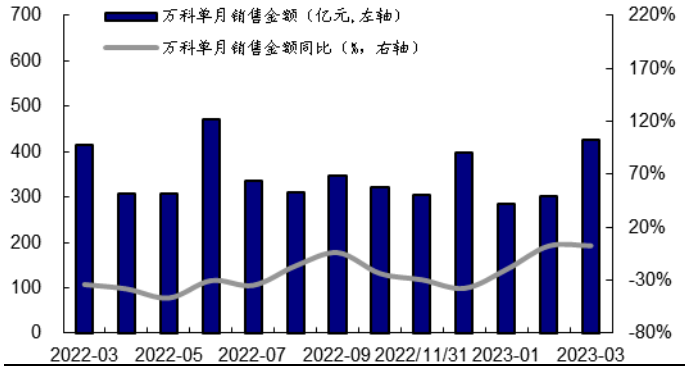
资料来源：公司 2022 年 1 季报、2023 年 1 季报，海通证券研究所

表 3　同类型企业估值情况

公司名称	4 月 28 日股价	EPS（元每股）			PE（倍）			PEG
	（元每股）	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023 E
保利发展	13.91	1.53	1.81	2.03	9.09	7.68	6.86	0.51
招商蛇口	13.66	0.41	0.92	1.29	33.32	14.89	10.56	0.47
金地集团	8.16	1.35	1.67	1.78	6.03	4.89	4.59	0.46
华侨城 A	5.01	-1.33	0.23	0.37	-3.77	21.38	13.70	-
以上均值					11.17	12.21	8.93	0.48
万科 A	15.14	1.90	2.01	2.15	7.99	7.51	7.03	1.15

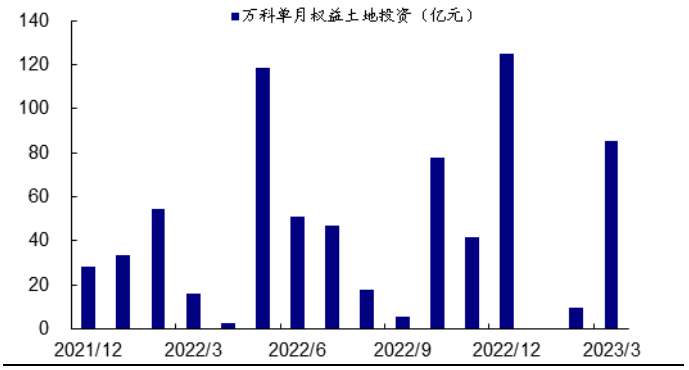
资料来源：公司 2022 年年报，可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期，海通证券研究所

图 1 万科单月销售金额情况



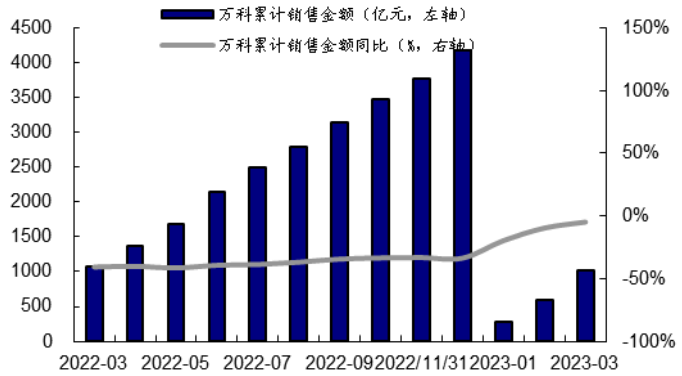
资料来源：公司各月销售数据公告，海通证券研究所

图 2 万科单月权益土地投资金额



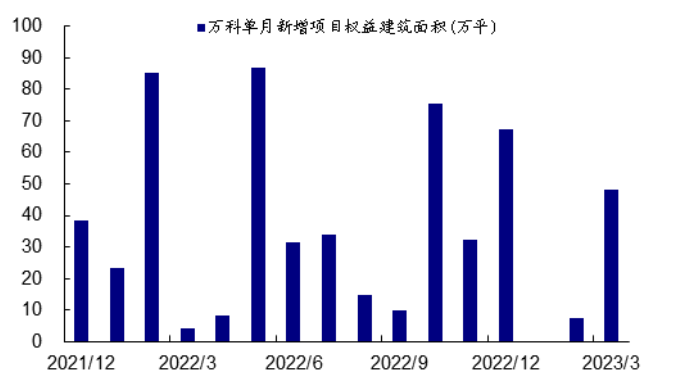
资料来源：公司各月土地数据公告，海通证券研究所

图 3 万科累计销售金额情况



资料来源：公司各月销售数据公告，海通证券研究所

图 4 万科单月新增权益土地建筑面积



资料来源：公司各月土地数据公告，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
每股指标（元）				
每股收益	1.90	2.01	2.15	2.33
每股净资产	20.34	21.71	23.11	24.64
每股经营现金流	0.23	-1.77	-1.39	1.19
每股股利	1.25	0.67	0.75	0.80
价值评估（倍）				
P/E	7.99	7.51	7.03	6.51
P/B	0.74	0.70	0.66	0.61
P/S	0.35	0.33	0.31	0.28
EV/EBITDA	6.82	7.40	7.68	7.78
股息率%	**8.3%**	**4.4%**	**5.0%**	**5.3%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	19.6%	19.7%	19.8%	19.8%
净利润率	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%
净资产收益率	9.3%	9.3%	9.3%	9.4%
资产回报率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
投资回报率	5.0%	4.7%	4.7%	4.6%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	11.3%	7.2%	8.2%	8.9%
EBIT 增长率	-4.9%	13.8%	10.9%	8.6%
净利润增长率	0.4%	6.3%	6.8%	8.0%
偿债能力指标				
资产负债率	77.0%	76.8%	76.3%	75.9%
流动比率	1.31	1.29	1.28	1.27
速动比率	0.41	0.42	0.41	0.42
现金比率	0.13	0.15	0.14	0.15
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.44	4.90	5.08	5.02
存货周转天数	816.83	780.40	750.30	700.20
总资产周转率	0.29	0.29	0.29	0.30
固定资产周转率	30.68	28.58	26.86	26.00

现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	22618	24038	25683	27748
少数股东损益	14933	15892	15608	16296
非现金支出	10232	3756	4298	4785
非经营收益	-4478	-1274	3717	5370
营运资金变动	-40554	-63538	-65938	-39997
经营活动现金流	**2750**	**-21127**	**-16632**	**14202**
资产	-12749	-5664	-6963	-7430
投资	-9651	-44000	-33300	-43400
其他	9370	3461	3299	5051
投资活动现金流	**-13030**	**-46203**	**-36964**	**-45778**
债权募资	112299	112125	74048	70020
股权募资	14373	300	0	0
其他	-123234	-10303	-17252	-21644
融资活动现金流	**3439**	**102122**	**56796**	**48376**
现金净流量	**-6284**	**34792**	**3200**	**16800**

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**503838**	**540156**	**584268**	**636468**
营业成本	405319	433691	468387	510541
毛利率%	19.6%	19.7%	19.8%	19.8%
营业税金及附加	24394	25657	26876	29278
营业税金率%	4.8%	4.8%	4.6%	4.6%
营业费用	12412	12532	13497	14639
营业费用率%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	9584	9183	9933	10820
管理费用率%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
EBIT	51442	58553	64921	70503
财务费用	2615	7572	12245	15590
财务费用率%	0.5%	1.4%	2.1%	2.4%
资产减值损失	-450	60	100	0
投资收益	4094	4375	4382	6365
营业利润	**52007**	**55506**	**57258**	**61387**
营业外收支	379	200	250	300
利润总额	**52386**	**55706**	**57508**	**61687**
EBITDA	60742	62368	69319	75288
所得税	14835	15776	16217	17642
有效所得税率%	28.3%	28.3%	28.2%	28.6%
少数股东损益	14933	15892	15608	16296
归属母公司所有者净利润	**22618**	**24038**	**25683**	**27748**

资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	137208	172000	175200	192000
应收账款及应收票据	7511	7270	8144	8771
存货	907057	927268	962823	979400
其它流动资产	363581	394241	412187	441573
流动资产合计	1415356	1500779	1558354	1621744
长期股权投资	129486	149486	161786	182986
固定资产	16420	18901	21755	24484
在建工程	1850	871	903	1298
无形资产	11548	13735	15561	17507
非流动资产合计	341768	387820	425218	472985
资产总计	**1757124**	**1888599**	**1983571**	**2094729**
短期借款	4133	105258	167306	224445
应付票据及应付账款	289242	298069	295464	293946
预收账款	1260	1443	1528	1676
其它流动负债	783167	760189	751145	759107
流动负债合计	1077802	1164959	1215443	1279174
长期借款	180773	191773	203773	215773
其它长期负债	93558	94646	94843	95725
非流动负债合计	274331	286419	298616	311498
负债总计	**1352133**	**1451378**	**1514059**	**1590673**
实收资本	11631	11931	11931	11931
归属于母公司所有者权益	242691	259029	275712	293960
少数股东权益	162300	178192	193800	210097
负债和所有者权益合计	**1757124**	**1888599**	**1983571**	**2094729**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（****），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

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； 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。	类　别	评　级	说　明
	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。
	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范围包括证券投资咨询业务。