

结算步入高峰期，集团助力盘活存量

华泰研究

2022年8月22日 | 中国内地

中报点评

房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

7.28

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 2118
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+(86) 21 2897 2087

归母净利润同比+90.2%，维持“买入”评级

公司8月19日发布中报，2022H1实现营收106.0亿元，同比+93.8%；归母净利润11.5亿元，同比+90.2%；EPS0.38元，符合公司业绩预告预期。我们维持2022-2024年EPS为0.56/0.61/0.67元的预判，参考可比公司2022PE均值为11.6倍（Wind一致预期），我们认为公司土储丰富，大股东帮助公司盘活资产体现集团对公司的支持，我们认为公司2022年合理PE为13倍，目标价7.28元（前值6.72元，2022年PE12x），维持“买入”评级。

结算放量叠加存量资产盘活，业绩大幅增长

2022H1地产开发结算规模大幅提升，营收同比高速增长119.4%，尽管行业利润率中枢下行导致毛利率同比-8.0pct至15.2%，但地产开发利润同比增速仍达44.1%。公司期内将北京丽思卡尔顿酒店以10.8亿元转让给母公司，推动投资收益和资产处置收益达7.6/2.3亿，此外，因上海静安综合体项目实现公允价值变动损益1.4亿，推动归母净利润实现高速增长。期内毛利率较21年全年度下降1.5pct至20.0%，我们认为毛利率下行对业绩的影响基本结束，母公司帮助公司盘活资产体现集团的支持，助力公司未来稳健发展。

开发销售下滑，货值充沛待复苏

因行业景气度下行，2022H1公司销售规模有所下滑。期内公司实现销售面积50.2万平方米，销售签约额116.7亿元，同比分别-54%和-43%。从产品类型看，住宅、商务产品分别实现销售签约额106.6/10.1亿元，同比分别-46%/+9%。持有和运营业务方面，受疫情影响，物业租赁和经营板块收入同比分别下降3%和47%。截至2022H1，公司未结算项目总建面约1590.6万方，以21年销售面积测算，可维持9年开发。因此我们认为，当行业基本面步入修复期，公司具备规模弹性。

拿地审慎，融资优势凸显

2022H1公司投拓谨慎，新增1个项目，通过收并购以12.5亿获取天津铃铛阁项目34%股权，合作方为中国海外发展。下半年公司拟拓展投资模式，关注租赁房、城市更新以及收并购等方式。公司短期偿债压力略有回升。截至2022H1末，公司净负债率、扣除预收账款的资产负债率、短债覆盖率分别为156%、66%、86%。但公司融资渠道通畅，上半年境内债合计发行52.3亿，同比+9%，其中包括中票11.4亿元、公司债31.7亿元和ABS9.2亿元，利率区间为2.69%-3.53%，较2021H2发行利率进一步下行。作为深耕商业地产运营的地方国企，公司融资优势得以彰显。

风险提示：疫情、行业政策、行业下行、公允价值变动损益风险。

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)	18,121	24,155	24,715	26,699	29,082
+/-%	(30.79)	33.30	2.32	8.02	8.93
归属母公司净利润(人民币百万)	2,498	1,643	1,678	1,812	1,996
+/-%	(27.41)	(34.25)	2.12	8.00	10.17
EPS(人民币，最新摊薄)	0.84	0.55	0.56	0.61	0.67
ROE(%)	5.57	3.71	3.75	4.13	4.35
PE(倍)	6.80	10.33	10.12	9.37	8.50
PB(倍)	0.47	0.46	0.44	0.42	0.40
EV EBITDA(倍)	41.97	20.45	24.19	21.37	21.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

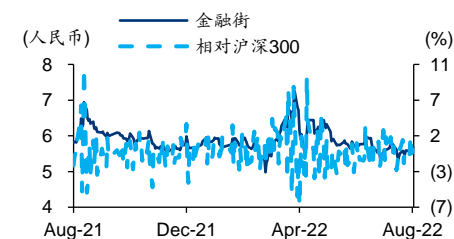
点击查看华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

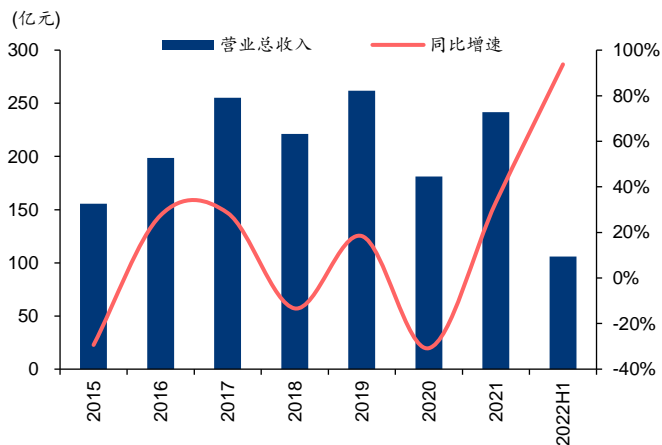
目标价(人民币)	7.28
收盘价(人民币 截至8月19日)	5.68
市值(人民币百万)	16,977
6个月平均日成交额(人民币百万)	210.09
52周价格范围(人民币)	4.98-7.25
BVPS(人民币)	12.78

股价走势图



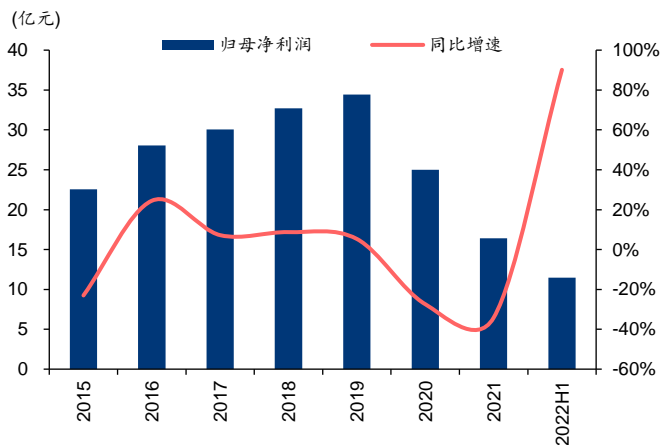
资料来源：Wind

图表1：公司营业收入和同比增速



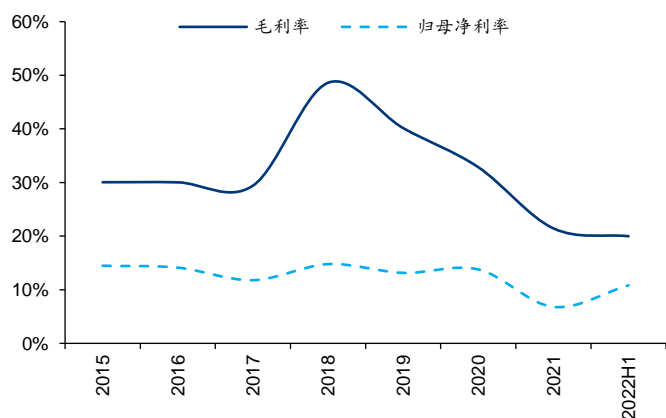
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



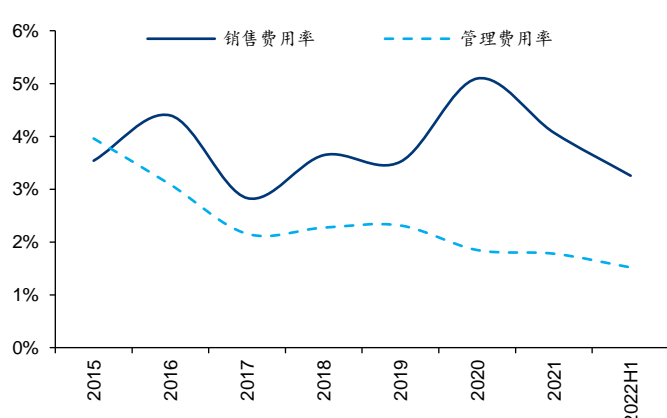
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司毛利率和归母净利率



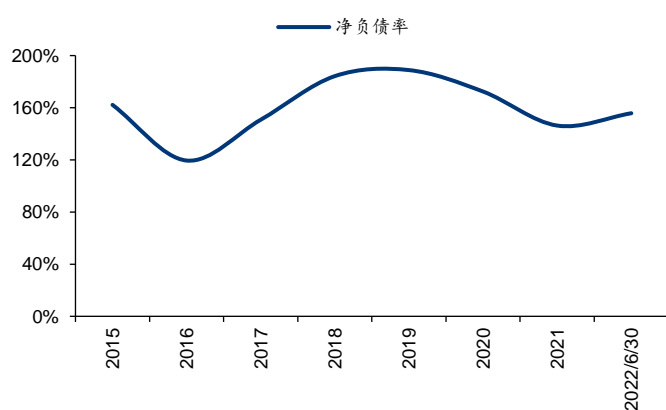
资料来源：公司公告，华泰研究

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

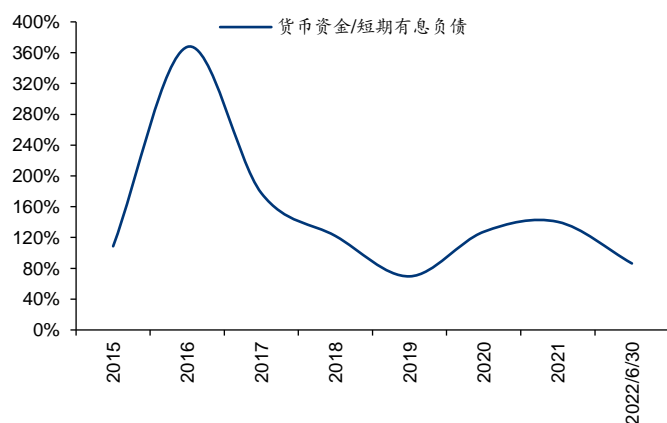
图表5：公司净负债率



注：净负债率=（有息负债-货币资金）/净资产

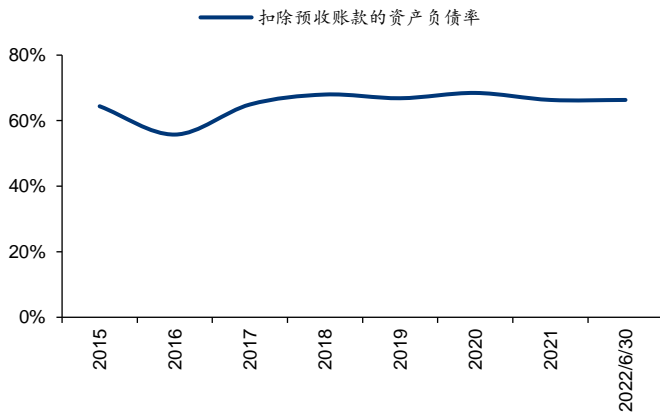
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司短债覆盖率



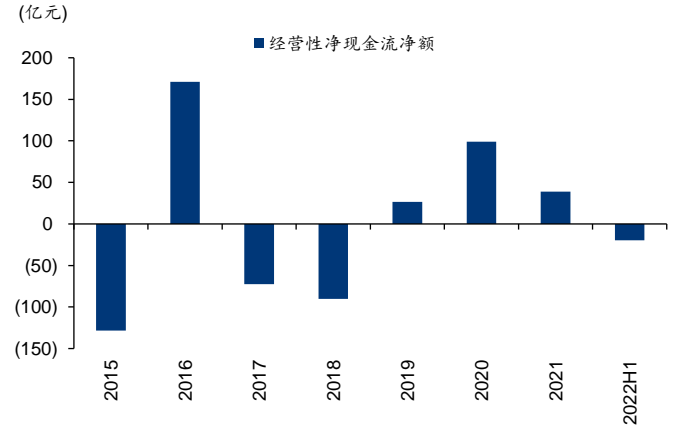
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7: 公司扣除预收账款的资产负债率



注: 扣除预收账款的资产负债率 = (总负债 - 合同负债) / (总资产 - 合同负债)
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表8: 公司经营净现金流净额



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表9: 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
600663 CH	陆家嘴	395.35	9.80	1.07	1.07	1.07	1.61	9.2	9.8	9.1	6.1
600007 CH	中国国贸	144.95	14.39	1.02	1.02	1.21	1.34	14.2	12.8	11.9	10.7
000031 CH	大悦城	151.31	3.53	0.03	0.27	0.33	0.38	140.7	13.1	10.8	9.2
001979 CH	招商蛇口	1,153.90	14.91	1.34	1.34	1.51	1.63	11.1	10.6	9.7	8.8
	平均							43.8	11.6	10.4	8.7

注: 盈利预测来自 Wind 一致预期, 数据截至 2022 年 8 月 19 日
资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

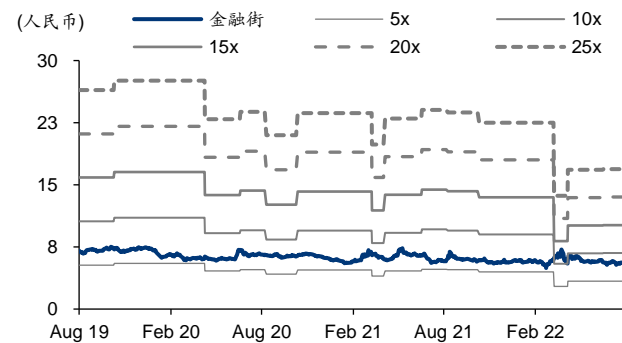
疫情发展不确定性。国内外疫情反复、病毒变异等因素使得疫情发展存在不确定性, 可能影响公司拿地、施工、销售和自持资产的运营。

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。

房地产行业销售存在下滑风险, 公司销售可能受到行业拖累。若宏观流动性和调控政策未出现较大力度放松, 经历疫情后的供需集中释放后, 部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在下行风险, 可能拖累公司销售。

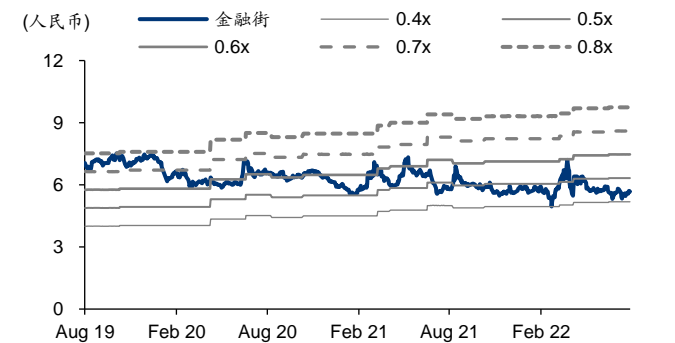
公允价值变动损益波动风险。公司每年投资性房地产公允价值变动收益对净利润的贡献较大, 如果未来租金水平下降或市场租金回报率中枢回落, 公允价值变动收益可能不及预期, 造成公司净利润波动。

图表10: 金融街 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 金融街 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	116,384	114,511	111,885	123,342	136,461
现金	18,817	17,854	10,069	19,410	23,154
应收账款	431.49	721.80	513.97	820.96	633.13
其他应收账款	11,784	8,385	11,387	9,972	13,294
预付账款	571.41	507.45	1,964	705.77	2,202
存货	82,006	84,252	85,095	89,349	93,817
其他流动资产	2,775	2,791	2,855	3,085	3,360
非流动资产	52,823	50,269	51,945	55,267	58,853
长期投资	4,394	4,139	4,463	4,643	4,875
固定投资	2,640	2,877	3,187	3,759	4,453
无形资产	538.67	563.43	523.43	484.52	449.15
其他非流动资产	45,250	42,689	43,771	46,381	49,075
资产总计	169,208	164,780	163,830	178,609	195,313
流动负债	51,885	50,834	47,452	54,576	60,638
短期借款	2,510	20.00	20.00	20.00	20.00
应付账款	7,638	9,468	8,061	10,753	9,626
其他流动负债	41,737	41,346	39,371	43,804	50,992
非流动负债	77,518	71,351	72,121	77,869	86,410
长期借款	47,287	36,687	36,655	39,563	44,690
其他非流动负债	30,231	34,664	35,466	38,306	41,719
负债合计	129,403	122,185	119,573	132,445	147,048
少数股东权益	3,411	5,473	5,456	5,552	5,657
股本	2,989	2,989	2,989	2,989	2,989
资本公积	6,890	6,891	6,891	6,891	6,891
留存公积	25,749	26,495	28,157	30,064	32,165
归属母公司股东权益	36,394	37,123	38,800	40,612	42,608
负债和股东权益	169,208	164,780	163,830	178,609	195,313

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	9,890	3,893	(3,506)	3,660	(5,850)
净利润	2,218	1,581	1,661	1,907	2,101
折旧摊销	135.52	138.87	162.81	187.74	219.66
财务费用	(1,452)	1,319	1,024	1,035	1,118
投资损失	166.74	(1,012)	(472.76)	(613.22)	(778.19)
营运资金变动	3,666	1,334	(4,955)	2,029	(7,596)
其他经营现金	5,155	531.51	(926.78)	(886.13)	(914.49)
投资活动现金	(423.01)	4,076	(399.69)	(1,737)	(1,779)
资本支出	(52.60)	(64.01)	(958.34)	(830.82)	(865.44)
长期投资	72.00	244.30	(324.12)	(179.49)	(232.68)
其他投资现金	(442.41)	3,895	882.76	(726.54)	(680.84)
筹资活动现金	(1,675)	(8,995)	(3,879)	7,417	11,373
短期借款	2,460	(2,490)	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,515	(10,600)	(32.04)	2,908	5,127
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	32.37	1.77	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,683)	4,093	(3,847)	4,509	6,246
现金净增加额	7,791	(1,027)	(7,785)	9,341	3,745

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	18,121	24,155	24,715	26,699	29,082
营业成本	12,167	18,975	19,281	20,695	22,416
营业税金及附加	1,298	944.70	1,359	1,602	1,890
营业费用	923.28	982.97	1,038	1,121	1,221
管理费用	334.80	429.60	444.88	480.58	523.47
财务费用	(1,452)	1,319	1,024	1,035	1,118
资产减值损失	(900.07)	(737.32)	(370.73)	(400.48)	(436.23)
公允价值变动收益	(428.00)	853.51	913.26	977.19	1,028
投资净收益	(166.74)	1,012	472.76	613.22	778.19
营业利润	3,356	2,673	2,565	2,950	3,273
营业外收入	139.41	33.03	74.16	82.20	63.13
营业外支出	35.14	7.97	43.94	29.02	26.98
利润总额	3,461	2,699	2,595	3,003	3,309
所得税	1,242	1,117	934.33	1,096	1,208
净利润	2,218	1,581	1,661	1,907	2,101
少数股东损益	(279.97)	(61.63)	(16.61)	95.36	105.06
归属母公司净利润	2,498	1,643	1,678	1,812	1,996
EBITDA	2,121	4,145	3,708	4,160	4,583
EPS (人民币, 基本)	0.84	0.55	0.56	0.61	0.67

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(30.79)	33.30	2.32	8.02	8.93
营业利润	(41.69)	(20.34)	(4.05)	15.01	10.94
归属母公司净利润	(27.41)	(34.25)	2.12	8.00	10.17
获利能力 (%)					
毛利率	32.86	21.45	21.99	22.49	22.92
净利率	12.24	6.55	6.72	7.14	7.23
ROE	5.57	3.71	3.75	4.13	4.35
ROIC	2.14	4.17	3.65	4.14	3.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.48	74.15	72.99	74.15	75.29
净负债比率 (%)	172.41	146.32	151.97	143.77	155.63
流动比率	2.24	2.25	2.36	2.26	2.25
速动比率	0.60	0.53	0.46	0.55	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.14	0.15	0.16	0.16
应收账款周转率	12.63	41.89	40.00	40.00	40.00
应付账款周转率	1.45	2.22	2.20	2.20	2.20
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.55	0.56	0.61	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	3.31	1.30	(1.17)	1.22	(1.96)
每股净资产(最新摊薄)	12.18	12.42	12.98	13.59	14.26
估值比率					
PE (倍)	6.80	10.33	10.12	9.37	8.50
PB (倍)	0.47	0.46	0.44	0.42	0.40
EV EBITDA (倍)	41.97	20.45	24.19	21.37	21.33

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