

## 收入增长利润承压，存货减值计提充分

### 核心观点

公司披露 2022 年年报，全年实现营业收入 1202.1 亿元，同比增长 21.1%，实现归属于母公司的净利润 61.1 亿元，同比下降 35.1%。

- **22 年收入增长利润承压，存货减值计提充分。**公司 2022 年营收增长稳健，主要得益于房地产项目的稳定结转，全年结算面积 616.7 万方，同比增长 9.4%，结转收入 1091.8 亿元，同比增长 23.6%，房地产业务结算毛利率 20.0%，同比增加 0.3 个百分点。23 年公司计划竣工面积 1295 万方，结转资源充足。22 年公司归母净利同比下滑 35.1%，一方面是由于期内公司计提 47.3 亿的减值损失，其中存货减值 35.2 亿，期末公司存货跌价准备占原值比例达 3.3%，压力释放较为充分；归母净利下滑的另一方面原因是少数股东损益占净利润比例同比增长 6.0 个百分点至 33.4%。
- **投资量入为出，聚焦高能级城市精细化扩储，但未来可售货值可能受限。**2022 年行业超预期下行，公司顺应市场变化提高投资标准，量入为出扩充土地储备。全年公司新获取项目总投资额约 368 亿元，新增土地储备约 248 万方，期末公司总土储约 5182 万方，其中一二线城市占比约 71%。在保持现金流安全下，公司 22 年拿地力度明显下降，导致未来一段时间内的可售货值可能受限，影响公司销售恢复速度。
- **债务指标保持良好，多元化业务有序开展。**公司持续通过项目合作、拓宽融资渠道、保持良好的债务结构和资金状况来确保经营安全，截止报告期末公司持有货币资金 545 亿元，有息负债总额 1152 亿元，剔除预收款后的资产负债率为 65.3%，净负债率为 52.2%，债务融资加权平均成本为 4.53%。公司多元化业务有序开展。期内持有型业务经营稳健，商业物业实现轻资产输出，在营产业地产项目平均出租率 97%，成熟长租公寓项目出租率稳定在 94% 以上。金地代建布局超 40 座城市，累计签约面积超 1832 万方。金地智慧服务外拓强劲，合同管理面积达 3.85 亿方。

### 盈利预测与投资建议

- **维持买入评级，下调目标价至 10.29 元。**根据年报数据和公司 22 年投资情况，我们调整了对公司收入增速、各项业务毛利率、销管费用率等的预测，调整后公司 2023-2025 年 EPS 预测为 1.47/1.53/1.63 元（原预测 2023-2024 年为 2.75/2.82 元）。参考可比公司，给予公司 23 年 7 倍 PE 估值，对应目标价 10.29 元。

**风险提示：**销售复苏不及预期。政策宽松不及预期。公司融资环境超预期收紧。投资收益不及预期。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	98,935	120,035	114,933	108,296	106,045
同比增长(%)	18.3%	21.3%	-4.3%	-5.8%	-2.1%
营业利润(百万元)	16,055	12,961	13,778	14,297	15,088
同比增长(%)	-21.1%	-19.3%	6.3%	3.8%	5.5%
归属母公司净利润(百万元)	9,410	6,107	6,647	6,928	7,337
同比增长(%)	-9.5%	-35.1%	8.8%	4.2%	5.9%
每股收益(元)	2.08	1.35	1.47	1.53	1.63
毛利率(%)	21.2%	20.7%	20.7%	20.9%	21.0%
净利率(%)	9.5%	5.1%	5.8%	6.4%	6.9%
净资产收益率(%)	15.6%	9.5%	9.8%	9.5%	9.4%
市盈率	4.0	6.2	5.7	5.5	5.2
市净率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月08日）	8.4元
目标价格	10.29元
52周最高价/最低价	12.98/7.57元
总股本/流通A股（万股）	451,458/451,458
A股市值（百万元）	37,923
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2023年05月09日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.94	-6.77	-11.11	-31.81
相对表现	2.11	-5.3	-10.78	-35.75
沪深300	0.83	-1.47	-0.33	3.94



### 证券分析师

赵旭翔 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070001

### 联系人

张续远 zhangxuyuan@orientsec.com.cn  
李睿 lirui1@orientsec.com.cn

### 相关报告

利润阶段性承压，稳健成长优质标的	2022-04-26
毛利率下滑略超预期，中长期业绩仍具弹性	2022-02-17
销售收官达成全年目标，投资谨慎集中布局三大城市群	2022-01-10

**表 1：核心假设及盈利预测变动分析表**

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
<b>分产品盈利预测</b>					
<b>房地产开发</b>					
销售收入	141,380	166,829	101,702	92,324	86,959
变动幅度			-28.1%	-44.7%	
毛利率	22.5%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
变动幅度			-2.5%	-1.0%	
<b>物业管理</b>					
销售收入	8,921	11,597	8,260	10,077	12,093
变动幅度			-7.4%	-13.1%	
毛利率	10.1%	10.1%	9.0%	9.0%	9.0%
变动幅度			-1.1%	-1.1%	
<b>物业出租</b>					
销售收入	4,193	4,613	1,413	1,626	1,870
变动幅度			-66.3%	-64.8%	
毛利率	50.4%	50.4%	80.0%	80.0%	80.0%
变动幅度			29.6%	29.6%	
<b>其他业务</b>					
销售收入	3,060	3,672	3,558	4,269	5,123
变动幅度			16.3%	16.3%	
毛利率	75.0%	75.0%	45.0%	45.0%	45.0%
变动幅度			-30.0%	-30.0%	
<b>销售收入合计</b>	<b>157,555</b>	<b>186,711</b>	<b>114,933</b>	<b>108,296</b>	<b>106,045</b>
变动幅度			-27.1%	-42.0%	
<b>综合毛利率</b>	<b>23.6%</b>	<b>22.1%</b>	<b>20.7%</b>	<b>20.9%</b>	<b>21.0%</b>
变动幅度			-2.8%	-1.2%	
<b>销售费用率</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.5%</b>
变动幅度			0.2%	0.5%	
<b>管理费用率</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.9%</b>
变动幅度			-1.1%	-1.0%	

数据来源：东方证券研究所

**表 2：主要财务数据变动分析表**

人民币百万元（标注除外）			调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入	157,555	186,711	114,933	108,296	106,045
变动幅度			-27.1%	-42.0%	
营业利润	22,453	23,692	13,778	14,297	15,088
变动幅度			-38.6%	-39.7%	
归属母公司净利润	12,424	12,752	6,647	6,928	7,337
变动幅度			-46.5%	-45.7%	
每股收益（元）	2.75	2.82	1.47	1.53	1.63
变动幅度			-46.5%	-45.7%	
毛利率(%)	23.6%	22.1%	20.7%	20.9%	21.0%
变动幅度			-2.8%	-1.2%	
净利率(%)	7.9%	6.8%	5.8%	6.4%	6.9%
变动幅度			-2.1%	-0.4%	

数据来源：东方证券研究所

**表 3：可比公司估值**

公司	代码	最新价格(元) 2023/5/8	每股收益（元）				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
万科 A	000002.SZ	15.58	1.90	1.98	2.07	2.16	8	8	8	7
保利发展	600048.SH	14.53	1.53	1.81	2.03	2.21	9	8	7	7
龙湖集团	0960.HK	19.25	3.84	3.98	4.28	4.57	5	5	4	4
招商蛇口	001979.SZ	14.17	0.55	0.90	1.30	1.58	26	16	11	9
绿城中国	3900.HK	8.60	1.02	1.87	2.19	2.66	8	5	4	3
		最大值					26	16	11	9
		最小值					5	5	4	3
		平均数					11	8	7	6
		调整后平均					9	7	6	6

备注：货币均为人民币，其汇率为 1 港币=0.881 人民币（2023/5/8）

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	64,806	54,507	67,800	96,059	102,576	营业收入	98,935	120,035	114,933	108,296	106,045
应收票据及应收账款	797	1,541	1,473	1,388	1,359	营业成本	77,981	95,239	91,118	85,703	83,764
预付账款	1,931	1,585	1,517	1,430	1,400	营业税金及附加	3,609	3,850	3,686	3,473	3,401
存货	188,801	151,004	131,562	111,547	112,532	营业费用	3,093	2,830	2,451	2,573	2,702
其他	108,764	105,347	100,521	95,530	93,837	管理费用及研发费用	5,491	5,239	4,702	4,522	4,321
<b>流动资产合计</b>	<b>365,099</b>	<b>313,984</b>	<b>302,874</b>	<b>305,954</b>	<b>311,705</b>	财务费用	650	846	2,577	1,898	1,332
长期股权投资	60,872	66,060	66,060	66,060	66,060	资产减值损失	1,450	4,726	1,316	658	451
固定资产	1,563	1,336	2,551	3,965	5,565	公允价值变动收益	1,758	1,314	1,314	1,314	1,314
在建工程	0	0	1,602	2,681	3,392	投资净收益	7,182	3,974	3,068	3,197	3,386
无形资产	30	29	27	23	15	其他	455	367	312	316	313
其他	35,245	37,975	38,741	39,508	40,370	<b>营业利润</b>	<b>16,055</b>	<b>12,961</b>	<b>13,778</b>	<b>14,297</b>	<b>15,088</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>97,710</b>	<b>105,399</b>	<b>108,982</b>	<b>112,237</b>	<b>115,401</b>	营业外收入	91	91	77	87	85
<b>资产总计</b>	<b>462,810</b>	<b>419,383</b>	<b>411,855</b>	<b>418,190</b>	<b>427,106</b>	营业外支出	327	(27)	221	173	122
短期借款	4,037	2,906	2,806	2,706	2,606	<b>利润总额</b>	<b>15,819</b>	<b>13,080</b>	<b>13,634</b>	<b>14,211</b>	<b>15,051</b>
应付票据及应付账款	39,502	33,679	32,221	30,307	29,621	所得税	2,868	3,913	3,409	3,553	3,763
其他	214,539	184,598	172,892	175,954	179,854	<b>净利润</b>	<b>12,951</b>	<b>9,166</b>	<b>10,226</b>	<b>10,658</b>	<b>11,288</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>258,078</b>	<b>221,183</b>	<b>207,920</b>	<b>208,967</b>	<b>212,080</b>	少数股东损益	3,542	3,059	3,579	3,730	3,951
长期借款	44,214	51,532	50,186	48,810	47,402	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9,410</b>	<b>6,107</b>	<b>6,647</b>	<b>6,928</b>	<b>7,337</b>
应付债券	39,568	22,321	20,321	18,321	16,321	每股收益(元)	2.08	1.35	1.47	1.53	1.63
其他	10,743	8,091	8,089	8,089	8,089						
<b>非流动负债合计</b>	<b>94,525</b>	<b>81,944</b>	<b>78,596</b>	<b>75,220</b>	<b>71,812</b>						
<b>负债合计</b>	<b>352,603</b>	<b>303,126</b>	<b>286,516</b>	<b>284,187</b>	<b>283,893</b>						
少数股东权益	47,226	51,027	54,606	58,337	62,287						
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515						
资本公积	2,105	694	694	694	694						
留存收益	56,182	59,445	65,478	70,412	75,671						
其他	179	575	46	46	46						
<b>股东权益合计</b>	<b>110,207</b>	<b>116,257</b>	<b>125,340</b>	<b>134,003</b>	<b>143,213</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>462,810</b>	<b>419,383</b>	<b>411,855</b>	<b>418,190</b>	<b>427,106</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	12,951	9,166	10,226	10,658	11,288
折旧摊销	300	383	384	482	511
财务费用	650	846	2,577	1,898	1,332
投资损失	(7,182)	(3,974)	(3,068)	(3,197)	(3,386)
营运资金变动	(1,923)	(302)	9,649	25,889	3,088
其它	4,602	13,789	(529)	(657)	(863)
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,400</b>	<b>19,907</b>	<b>19,240</b>	<b>35,073</b>	<b>11,969</b>
资本支出	(113)	(112)	(2,799)	(2,737)	(2,675)
长期投资	(17,570)	(7,141)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其他	8,128	4,846	5,370	4,512	4,701
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,555)</b>	<b>(2,407)</b>	<b>1,572</b>	<b>774</b>	<b>1,026</b>
债权融资	15,158	(7,495)	(4,227)	(3,596)	(2,967)
股权融资	(631)	(1,411)	0	0	0
其他	(3,982)	(18,838)	(3,291)	(3,992)	(3,510)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>10,545</b>	<b>(27,744)</b>	<b>(7,518)</b>	<b>(7,588)</b>	<b>(6,477)</b>
汇率变动影响	(43)	84	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>10,347</b>	<b>(10,160)</b>	<b>13,293</b>	<b>28,259</b>	<b>6,517</b>

  

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.3%	21.3%	-4.3%	-5.8%	-2.1%
营业利润	-21.1%	-19.3%	6.3%	3.8%	5.5%
归属于母公司净利润	-9.5%	-35.1%	8.8%	4.2%	5.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.2%	20.7%	20.7%	20.9%	21.0%
净利率	9.5%	5.1%	5.8%	6.4%	6.9%
ROE	15.6%	9.5%	9.8%	9.5%	9.4%
ROIC	6.2%	4.1%	5.2%	5.1%	5.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.2%	72.3%	69.6%	68.0%	66.5%
净负债率	54.7%	53.3%	35.4%	9.2%	2.0%
流动比率	1.41	1.42	1.46	1.46	1.47
速动比率	0.68	0.71	0.79	0.90	0.91
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	165.6	104.4	76.2	75.4	76.8
存货周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.08	1.35	1.47	1.53	1.63
每股经营现金流	2.08	4.41	4.26	7.77	2.65
每股净资产	13.95	14.45	15.67	16.76	17.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	4.0	6.2	5.7	5.5	5.2
市净率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.5	5.4	4.6	4.6	4.6
EV/EBIT	4.6	5.6	4.7	4.8	4.7

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。