

# 经营持续承压，境外债获整体展期

华泰研究

2023年4月29日 | 中国内地

年报点评

房地产开发

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

3.01

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

## 业绩持续调整，维持“增持”评级

公司4月28日公告，22年实现营收4355亿元，同比-20%；归母净利润10亿元，同比-84%，低于我们预期（70亿元）。23Q1实现营收788亿元，同比-18%；归母净利润20亿元，同比-22%。我们参考22年基建签约和地产经营情况，下调营收和毛利率，预计23-25年EPS为0.25/0.43/0.49元（23/24年前值为0.57/0.64元）。我们认为公司23年业绩受流动性压力扰动较大，应以24年作为估值基准，可比公司平均24PE为8.2倍（Wind一致预期）。考虑到公司经营不确定性相对较大，其合理24PE为7倍，目标价3.01元（前值3.25元，基于6.5倍22PE），维持“增持”评级。

## 22Q4 减值拖累业绩，保交付助力下地产营收有支撑

22Q4公司计提39.3亿元减值损失，导致全年业绩同比出现较大下滑。全年来看，房地产业务方面，公司在保交付政策支持下，交付面积同比+11%，助力地产营收保持规模，同比-6%至1926亿元；但受行业利润率下滑和打折促回款的影响，毛利率同比-3.8pct至17.1%。截至22年末，公司已售未结资源仍有3488亿元，随着保交付的继续推进，我们预计23-24年地产营收仍有望保持较大规模。基建业务方面，22年新签合同金额同比-32%至4863亿元，营收同比-33%至2095亿元，但毛利率在业务结构调整和降本增效推动下，同比+0.5pct至5.4%。

## 23Q1 销售金额同比降幅显著收窄，土储规模仍然充沛

22年公司继续推进商办大单、角落资产、酒店资产等存量物业去化变现，销售金额同比-54%至1323亿元，其中住宅占比同比-22pct至55%，销售回款1433亿元，回款率同比+12pct至108%。随着房地产市场弱复苏，23Q1公司实现销售金额272亿元，同比降幅收窄至12%。截至22年末，公司总土储建面同比-14%至1.57亿平，其中在建、拟建建面分别为1.30、0.27亿平，即便22年以来未曾拿地，但土储规模仍然较为充沛。若地产基本面延续复苏态势，我们预计公司23年销售金额降幅有望较22年显著收窄。

## 持续推进降负债，境外债获整体展期

由于狠抓回款、暂停拿地、降本增效，22年公司实现经营活动现金流净额274亿元，进一步压降有息负债231亿元至2175亿元，23Q1继续延续这一势头。22年11月，公司9只境外债（共计32.41亿美元）的整体展期征求事项获得持有人通过，有望助力公司穿越流动性困境，在保交付的同时，推动各项业务早日重回正常发展轨道。

风险提示：疫情、资金链、房地产政策、房地产市场下行风险。

## 经营预测指标与估值

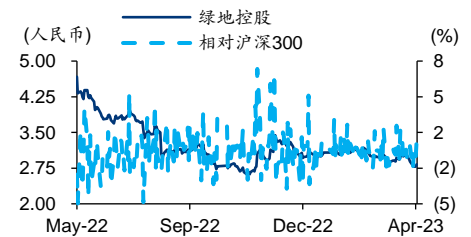
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	544,756	435,909	399,984	404,538	418,465
+/-%	19.45	(19.98)	(8.24)	1.14	3.44
归属母公司净利润(人民币百万)	6,179	1,010	3,580	6,043	6,915
+/-%	(58.80)	(83.65)	254.43	68.81	14.43
EPS(人民币，最新摊薄)	0.44	0.07	0.25	0.43	0.49
ROE(%)	5.76	2.80	3.24	4.84	5.25
PE(倍)	6.44	39.38	11.11	6.58	5.75
PB(倍)	0.44	0.44	0.42	0.40	0.37
EV EBITDA(倍)	9.02	13.15	11.75	9.30	7.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

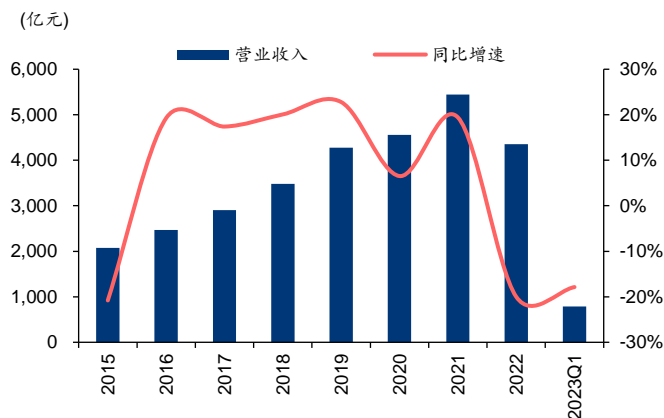
目标价(人民币)	3.01
收盘价(人民币 截至4月28日)	2.83
市值(人民币百万)	39,773
6个月平均日均成交额(人民币百万)	255.04
52周价格范围(人民币)	2.62-4.67
BVPS(人民币)	6.61

## 股价走势图



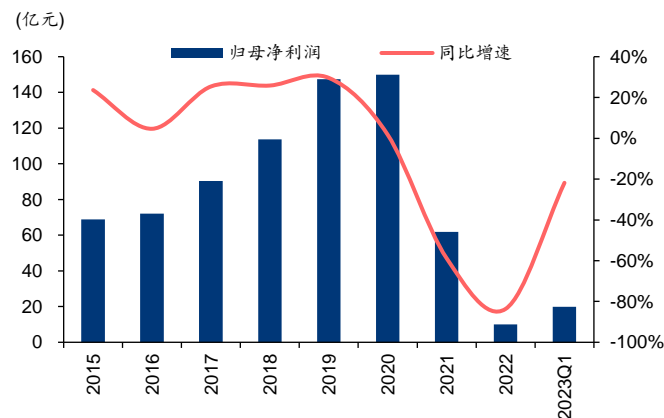
资料来源：Wind

图表1：公司营收和同比增速



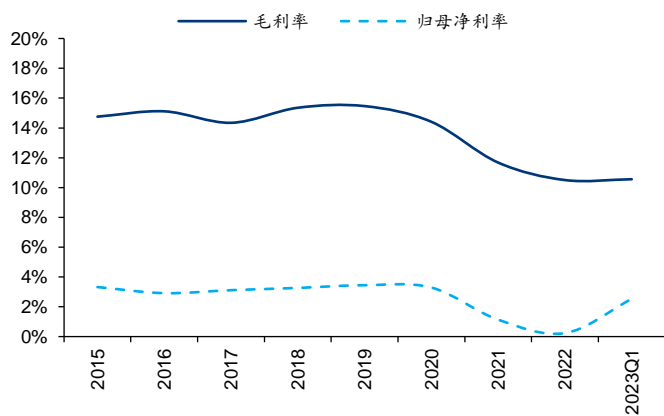
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



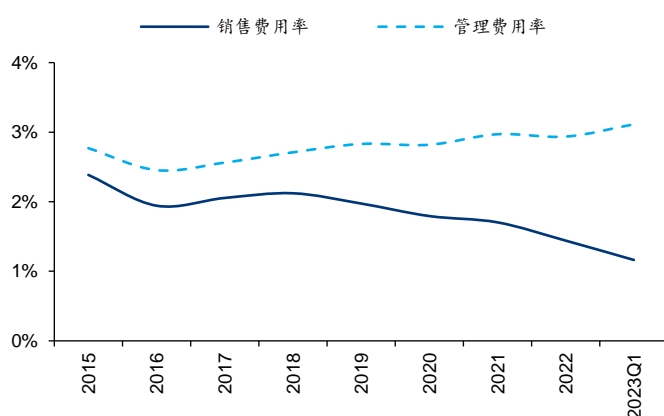
资料来源：公司公告，华泰研究

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

我们预计公司 23-25 年 EPS 为 0.25/0.43/0.49 元，较 23/24 年前值 0.57/0.64 元存在较大下调，主要调整项目包括：1、22 年公司基建业务新签合同金额和在建项目总金额出现下滑，我们下调基建业务营收；2、22 年公司地产销售金额同比下滑，未有新增拿地，我们下调地产业务营收；3、参考 22 年业绩情况，我们上调基建业务毛利率，下调地产业务毛利率。

图表5：关键假设对照表（单位：百万元，特殊注明除外）

	原预测		新预测		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营收	606,692	661,705	399,984	404,538	418,465
调整幅度			-34%	-39%	-
建筑及相关产业	359,695	395,665	188,588	198,018	207,919
房地产及相关产业	217,353	235,068	173,384	166,362	168,026
商品销售及相关产业	26,585	27,914	21,472	23,619	25,981
其他业务	3,059	3,059	16,539	16,539	16,539
毛利率	11.07%	10.97%	10.68%	10.84%	10.73%
调整幅度			-0.39pct	-0.13pct	-
建筑及相关产业	4.87%	4.87%	5.40%	5.40%	5.40%
房地产及相关产业	20.00%	20.00%	17.50%	18.50%	18.50%
商品销售及相关产业	8.41%	8.41%	8.31%	8.31%	8.31%
其他业务	128.90%	128.90%	2.56%	2.56%	2.56%
归母净利润	8,054	8,980	3,580	6,043	6,915
调整幅度			-56%	-33%	-

资料来源：公司公告，华泰研究预测

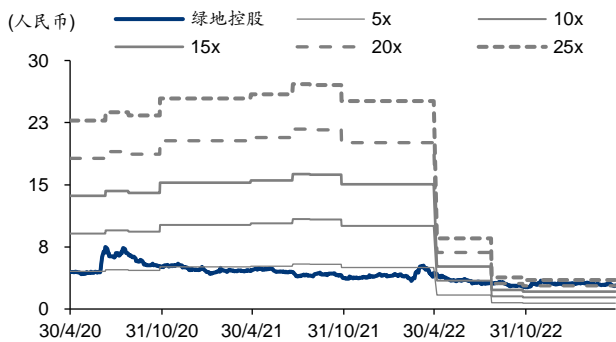
图表6: 可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000002 CH	万科 A	1,806.31	15.14	1.95	1.99	2.08	2.16	7.76	7.59	7.27	7.00
600048 CH	保利发展	1,665.09	13.91	1.53	1.81	2.03	2.23	9.09	7.68	6.86	6.24
001979 CH	招商蛇口	1,057.16	13.66	0.41	0.92	1.29	1.61	33.32	14.89	10.56	8.51
	平均							16.72	10.05	8.23	7.25

注: 盈利预测来自Wind一致预期, 统计时间为2023年4月28日。

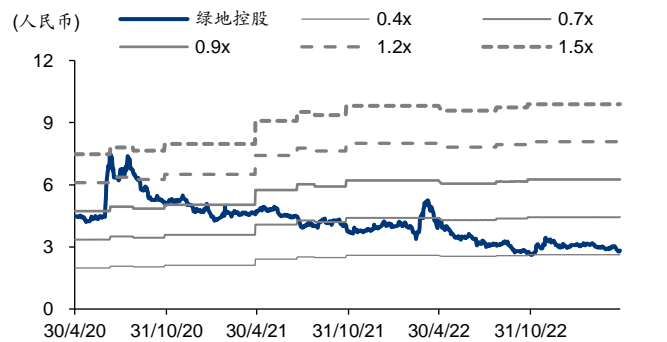
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表7: 绿地控股 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 绿地控股 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

### 风险提示

**疫情发展不确定性:** 国内防控政策放开后, 仍存在疫情反复、病毒变异的可能, 可能对房企经营造成不利影响。

**公司资金链可能面临一定压力。** 1) 公司境外债出现展期, 可能影响公司未来公开市场融资; 2) 房地产市场呈现弱复苏态势, 公司布局以三四线城市为主, 市场相对更差, 加之公司遭遇信用问题, 可能影响公司销售和回款的复苏节奏; 3) 公司基建和综合业务资金沉淀较大; 4) 公司短债覆盖率不足 100%。

**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, 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。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,290,530	1,164,776	1,136,417	1,109,230	1,137,846
现金	82,696	59,760	59,998	60,681	81,592
应收账款	117,058	108,544	104,781	110,973	112,208
其他应收账款	92,468	84,055	89,851	89,944	88,126
预付账款	18,807	8,111	7,889	8,293	8,446
存货	773,151	683,274	649,111	616,655	616,655
其他流动资产	206,350	221,031	224,789	222,684	230,819
<b>非流动资产</b>	178,568	200,545	203,294	213,549	226,085
长期投资	34,182	40,282	47,681	55,081	62,480
固定投资	49,274	50,422	45,149	44,403	44,938
无形资产	12,674	13,084	14,988	17,294	20,053
其他非流动资产	82,438	96,756	95,475	96,771	98,615
<b>资产总计</b>	1,469,098	1,365,321	1,339,711	1,322,778	1,363,931
<b>流动负债</b>	1,154,833	1,076,915	1,047,496	1,027,068	1,065,424
短期借款	24,445	29,963	62,869	41,165	29,963
应付账款	384,343	410,124	483,001	478,818	517,369
其他流动负债	746,045	636,828	501,625	507,085	518,093
<b>非流动负债</b>	150,382	124,136	122,438	117,299	110,217
长期借款	105,058	68,258	70,606	64,955	56,303
其他非流动负债	45,324	55,878	51,832	52,345	53,913
<b>负债合计</b>	1,305,215	1,201,051	1,169,934	1,144,367	1,175,641
少数股东权益	73,910	73,619	75,547	78,137	81,100
股本	12,777	14,054	14,054	14,054	14,054
资本公积	11,173	9,918	9,918	9,918	9,918
留存公积	66,761	67,635	72,592	79,498	87,402
归属母公司股东权益	89,972	90,651	94,231	100,275	107,190
<b>负债和股东权益</b>	1,469,098	1,365,321	1,339,711	1,322,778	1,363,931

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	62,233	27,421	44,493	42,632	55,483
净利润	9,443	4,597	5,508	8,633	9,879
折旧摊销	5,141	5,180	4,932	5,053	5,406
财务费用	7,081	7,228	6,953	6,650	5,570
投资损失	(4,111)	(3,081)	(3,081)	(3,081)	(3,081)
营运资金变动	39,118	9,715	29,215	26,646	39,369
其他经营现金	5,561	3,783	966.11	(1,270)	(1,661)
<b>投资活动现金</b>	3,552	314.45	(6,277)	(11,428)	(13,633)
资本支出	(6,806)	(2,771)	(2,089)	(5,859)	(7,278)
长期投资	(1,652)	(4,636)	(7,399)	(7,399)	(7,399)
其他投资现金	12,010	7,721	3,211	1,830	1,045
<b>筹资活动现金</b>	(90,292)	(46,375)	(70,885)	(8,816)	(9,737)
短期借款	(7,429)	5,518	32,906	(21,704)	(11,202)
长期借款	(62,682)	(36,800)	2,348	(5,652)	(8,652)
普通股增加	0.00	1,278	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,302	(1,255)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(21,483)	(15,116)	(106,140)	18,540	10,116
现金净增加额	(24,627)	(18,518)	(32,669)	22,387	32,113

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	544,756	435,909	399,984	404,538	418,465
营业成本	480,743	389,780	357,250	360,682	373,570
营业税金及附加	9,365	8,902	8,168	8,261	8,546
营业费用	9,279	6,281	5,764	5,829	6,030
管理费用	14,439	11,204	10,281	10,398	10,756
财务费用	7,081	7,228	6,953	6,650	5,570
资产减值损失	(5,244)	(3,262)	(2,800)	(1,214)	(627.70)
公允价值变动收益	492.24	(520.73)	0.00	500.00	500.00
投资净收益	4,111	3,081	3,081	3,081	3,081
<b>营业利润</b>	19,320	10,141	10,404	13,651	15,408
营业外收入	926.21	889.67	912.40	909.43	903.83
营业外支出	2,314	2,230	2,137	2,227	2,198
<b>利润总额</b>	17,933	8,801	9,180	12,334	14,113
所得税	8,490	4,204	3,672	3,700	4,234
<b>净利润</b>	9,443	4,597	5,508	8,633	9,879
少数股东损益	3,264	3,587	1,928	2,590	2,964
归属母公司净利润	6,179	1,010	3,580	6,043	6,915
EBITDA	29,006	20,304	20,235	23,198	24,222
EPS (人民币, 基本)	0.48	0.07	0.25	0.43	0.49

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.45	(19.98)	(8.24)	1.14	3.44
营业利润	(38.93)	(47.51)	2.59	31.21	12.87
归属母公司净利润	(58.80)	(83.65)	254.43	68.81	14.43
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	11.75	10.58	10.68	10.84	10.73
净利率	1.73	1.05	1.38	2.13	2.36
ROE	5.76	2.80	3.24	4.84	5.25
ROIC	7.16	4.67	6.80	11.65	18.34
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	88.84	87.97	87.33	86.51	86.20
净负债比率 (%)	97.01	100.46	78.78	61.21	38.73
流动比率	1.12	1.08	1.08	1.08	1.07
速动比率	0.39	0.41	0.43	0.44	0.45
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.38	0.31	0.30	0.30	0.31
应收账款周转率	5.00	3.86	3.75	3.75	3.75
应付账款周转率	1.40	0.98	0.80	0.75	0.75
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.07	0.25	0.43	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	4.43	1.95	3.17	3.03	3.95
每股净资产(最新摊薄)	6.40	6.45	6.70	7.13	7.63
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	6.44	39.38	11.11	6.58	5.75
PB (倍)	0.44	0.44	0.42	0.40	0.37
EV EBITDA (倍)	9.02	13.15	11.75	9.30	7.53

## 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](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2023年华泰证券股份有限公司