

业绩承压，尽力应对标债压力

核心观点

公司近期发布 2023 年年报，全年实现营业收入 981.3 亿元，同比下降 18.4%，归母净利润 8.9 亿元，同比下降 85.5%。

- **开发业务收入及毛利率双降，计提减值影响业绩。** 23 年实现营收 981.3 亿元，同比下降 18.4%，主要由于公司房地产项目结算面积同比下降 21.13% 至 486.34 万平方米，结算收入同比下降 21.72% 至 854.69 亿元。23 年归母净利润 8.9 亿元，同比下降 85.5%，业绩降幅大于营收，主要系开发业务结算毛利率为下降 3.8pct 至 16.2%、投资净收益同比下滑 50.8% 至 19.6 亿元，叠加信用和资产计提减值损失 33.7 亿元（22 年减值 47.3 亿元）导致。23 年公司新开工面积约 313 万方，竣工面积约 1343 万方，24 年公司计划竣工面积 1074 万方，为结算量提供支撑。
- **销售端收缩，拿地聚焦高能级城市精细化扩储。** 23 年公司实现签约面积 877 万方，签约金额 1536 亿元，分别同比下降 14%、30.8%，销售业绩依然保持在行业第一梯队。行业超预期下行期，公司优化配置投资资源，在上海、杭州、南京、西安等核心城市共新增土储约 95 万方，总投资额约 125 亿元。截止 23 年末，公司总土地储备约 4100 万方，权益土地储备约 1800 万方，其中，一、二线城市占比约 73%。
- **有息负债进一步压降，积极应对偿债压力。** 截至 23 年末，公司有息负债余额 919 亿元（-20.2%），其中银行借款占比 75.5%，公开市场融资占比 24.5%；剔除预收款后的资产负债率为 61.3%，债务融资加权平均成本为 4.36%。公司 24 年一季度公开债已全部偿付完毕。截至 4 月 23 日，公司 24 年境内债余额 65 亿元，上半年还款高峰 5-6 月（35 亿元），下半年 11-12 月（30 亿元），唯一一笔境外债将于 24 年 8 月到期，余额 4.8 亿美元；25、26 年境内债余额大幅下降，分别为 22、5 亿元。公司积极应对偿债压力，存量开发项目及经营性物业或将为融资窗口。

盈利预测与投资建议

- **下调至增持评级，下调目标价至 3.74 元。** 根据 2023 年报数据，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 24-26 年每股净资产分别为 14.40、14.52、14.63 元（原预测 24-25 年为 16.58、17.68 元），可比公司 2024 年 PB 均值为 0.26 倍，对应目标价 3.74 元。

风险提示： 销售及结算不及预期。政策宽松不及预期。公司融资环境超预期收紧。资产减值损失风险。拿地不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	120,035	98,008	81,979	69,944	66,634
同比增长(%)	21.3%	-18.4%	-16.4%	-14.7%	-4.7%
营业利润(百万元)	12,966	5,933	3,457	2,792	2,760
同比增长(%)	-19.2%	-54.2%	-41.7%	-19.2%	-1.2%
归属母公司净利润(百万元)	6,115	888	701	583	574
同比增长(%)	-35.0%	-85.5%	-21.0%	-16.9%	-1.5%
每股收益(元)	1.35	0.20	0.16	0.13	0.13
毛利率(%)	20.7%	17.4%	17.5%	17.8%	17.8%
净利率(%)	5.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
净资产收益率(%)	9.5%	1.4%	1.1%	0.9%	0.9%
市盈率	2.4	16.3	20.7	24.9	25.2
市净率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

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 增持（下调）

股价（2024年04月22日）	3.2元
目标价格	3.74元
52周最高价/最低价	8.95/3.17元
总股本/流通A股（万股）	451,458/451,458
A股市值（百万元）	14,447
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2024年04月23日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.74	-18.99	-17.31	-61.16
相对表现%	-2.23	-18.59	-27	-48.72
沪深300%	-0.51	-0.4	9.69	-12.44



证券分析师

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

相关报告

收入增长利润承压，销售投资展现韧性	2023-09-08
收入增长利润承压，存货减值计提充分	2023-05-09
利润率阶段性承压，稳健成长优质标的	2022-04-26

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格（元） 2024/4/22	PB(倍)			每股净资产（元）		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
万科 A	000002.SZ	6.70	0.33	0.32	0.30	20.34	21.02	22.19
融创中国	1918.HK	0.85	0.11	0.16	0.12	7.44	5.33	7.11
龙湖集团	0960.HK	8.25	0.39	0.51	0.35	21.32	16.19	23.58
美的置业	3990.HK	3.23	0.18	0.28	0.18	17.65	11.53	17.94
绿城中国	3900.HK	4.56	0.32	0.51	0.31	14.28	8.95	14.72
	最大值		0.39	0.51	0.35			
	最小值		0.11	0.16	0.12			
	平均数		0.27	0.36	0.25			
	调整后平均		0.28	0.37	0.26			

备注：货币均为人民币，其汇率为 1 港币=0.907 人民币（2024/4/19）

数据来源：Wind, Bloomberg, 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	54,507	29,738	44,266	76,798	88,113	营业收入	120,035	98,008	81,979	69,944	66,634
应收票据及应收账款	1,541	1,630	1,363	1,163	1,108	营业成本	95,239	80,948	67,609	57,498	54,757
预付账款	1,585	1,497	1,252	1,068	1,018	销售费用	2,830	2,974	2,858	2,788	3,117
存货	151,004	132,912	91,402	65,247	55,580	管理费用	5,054	4,605	4,286	3,878	3,897
其他	105,347	106,487	114,900	99,857	95,719	研发费用	185	125	104	89	85
流动资产合计	313,984	272,264	253,183	244,133	241,537	财务费用	846	1,124	2,744	2,008	1,323
长期股权投资	66,082	60,617	63,648	66,830	70,172	资产减值损失	4,726	3,366	1,862	1,747	1,576
固定资产	1,336	734	1,194	1,639	2,052	公允价值变动收益	1,314	395	395	395	395
在建工程	0	0	145	245	314	投资净收益	3,980	1,956	1,559	1,296	1,276
无形资产	29	20	22	20	15	其他	(3,483)	(1,284)	(1,012)	(835)	(789)
其他	38,006	40,212	40,965	41,719	42,674	营业利润	12,966	5,933	3,457	2,792	2,760
非流动资产合计	105,454	101,583	105,974	110,454	115,227	营业外收入	91	220	134	149	168
资产总计	419,437	373,847	359,157	354,586	356,765	营业外支出	(27)	84	128	62	91
短期借款	2,906	534	2,134	1,974	1,814	利润总额	13,085	6,069	3,463	2,879	2,836
应付票据及应付账款	33,679	28,982	24,206	20,586	19,605	所得税	3,902	2,874	866	720	709
其他	184,598	169,200	156,715	154,723	156,861	净利润	9,184	3,195	2,598	2,160	2,127
流动负债合计	221,183	198,716	183,055	177,283	178,280	少数股东损益	3,069	2,307	1,896	1,576	1,553
长期借款	51,532	48,343	47,956	47,569	47,181	归属于母公司净利润	6,115	888	701	583	574
应付债券	22,321	2,717	2,217	1,717	1,217	每股收益(元)	1.35	0.20	0.16	0.13	0.13
其他	8,098	7,170	7,165	7,165	7,165						
非流动负债合计	81,950	58,230	57,339	56,452	55,563						
负债合计	303,133	256,946	240,394	233,734	233,844						
少数股东权益	51,056	51,841	53,737	55,314	56,867	主要财务比率					
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515						
资本公积	694	159	159	159	159	成长能力					
留存收益	59,465	59,739	60,350	60,863	61,379	营业收入	21.3%	-18.4%	-16.4%	-14.7%	-4.7%
其他	575	647	1	1	1	营业利润	-19.2%	-54.2%	-41.7%	-19.2%	-1.2%
股东权益合计	116,305	116,901	118,763	120,852	122,921	归属于母公司净利润	-35.0%	-85.5%	-21.0%	-16.9%	-1.5%
负债和股东权益总计	419,437	373,847	359,157	354,586	356,765	获利能力					
						毛利率	20.7%	17.4%	17.5%	17.8%	17.8%
						净利率	5.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
						ROE	9.5%	1.4%	1.1%	0.9%	0.9%
						ROIC	4.1%	1.7%	2.2%	1.7%	1.4%
						偿债能力					
						资产负债率	72.3%	68.7%	66.9%	65.9%	65.5%
						净负债率	53.3%	53.8%	39.9%	12.0%	1.8%
						流动比率	1.42	1.37	1.38	1.38	1.35
						速动比率	0.71	0.67	0.84	0.96	0.99
						营运能力					
						应收账款周转率	104.4	61.9	54.5	54.6	57.3
						存货周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
						每股指标(元)					
						每股收益	1.35	0.20	0.16	0.13	0.13
						每股经营现金流	4.41	0.49	4.49	8.46	3.77
						每股净资产	14.45	14.41	14.40	14.52	14.63
						估值比率					
						市盈率	2.4	16.3	20.7	24.9	25.2
						市净率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						EV/EBITDA	3.3	6.6	7.2	9.1	10.8
						EV/EBIT	3.4	6.7	7.6	9.8	11.6

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

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

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。