

营收增长业绩承压，聚焦核心城市持续优化投拓

核心观点

事件：公司近期发布 2023 年年报，全年实现营业收入 3468.3 亿元，同比上升 23.4%；实现归母净利润 120.7 亿元，同比下降 34.1%。

- **营收稳步提升，毛利率下降叠加资产减值导致业绩承压。** 23 年公司竣工和结转规模带动收入同比增长 23.4%至 3468.3 亿元。23 年期末，公司合同负债 3772 亿元，可结算资源充足。归母净利润同比下降 34.1%至 120.7 亿元，主要由于：1) 低利润项目结转占比提升，23 年公司结转毛利率同比下降 5.99pct 至 16.02%。2) 结合当前市场情况，计提存货和长期股权投资等资产减值损失 50.5 亿元，同比增加 38.9 亿元。
- **销售额排名行业第一，聚焦核心城市持续优化投拓。** 23 年公司实现销售额 4222 亿元，排名行业第一，市占率提升至 3.6%。核心 38 城销售贡献近 9 成，珠三角、长三角销售贡献分别超 1100 亿元和 1400 亿元，深耕效果显著。拿地方面，公司全年共拓展项目 103 个，拿地总价 1632 亿元，逆势同比增长 1.2%，其中一线城市拿地金额占比提升至 35%；拓展权益比提升 16pct 至 83%；投资销售比增长 3.4pct 至 38.7%；新增项目税前成本利润率平均超 15%，为后续盈利水平提供保障。
- **财务稳健、融资优势凸显，资产经营质量提升。** 23 年公司实现回笼金额 4304 亿元，销售回笼率 102%，连续 6 年保持经营活动现金流为正，三道红线指标维持绿档。截至 23 年末公司扣预收资产负债率 67.1%、净负债率 61.2%，分别较期初下降 1.34/2.37pct，现金短债比 1.28；期末有息债务余额 3543 亿元，较期初减少 271 亿元，综合融资成本同比下降 36 BP 至 3.56%，融资优势凸显。资产经营方面，公司对公寓、写字楼、商业业态进行资源整合，已开业资产回报率同比提升 0.5pct 至 2.7%；商业经营类资产项目新增 28 个至 135 个，管理面积同比增长 12%至 435 万方；在资产回报率和运营规模双重提升下，资产经营类收入同比增长超三成。

盈利预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 11.22 元。** 根据公司年报，我们调整了公司营收增速，下调 24 年开发业务毛利率，同时调整了期间费用率，调整公司 24-25 年 EPS 预测值为 1.02/1.03 元（原预测值为 1.80/1.96 元）并引入 26 年 EPS 预测值为 1.05 元。参考可比公司 24 年平均估值为 11X，对应目标价 11.22 元。

风险提示： 房地产销售大幅低于预期。逆周期政策不及预期。资产减值损失超预期。拿地强度不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	281,017	346,828	341,019	341,099	341,219
同比增长(%)	-1.4%	23.4%	-1.7%	0.0%	0.0%
营业利润(百万元)	34,693	24,318	22,861	22,426	22,863
同比增长(%)	-30.2%	-29.9%	-6.0%	-1.9%	1.9%
归属母公司净利润(百万元)	18,320	12,067	12,226	12,351	12,559
同比增长(%)	-33.1%	-34.1%	1.3%	1.0%	1.7%
每股收益(元)	1.53	1.01	1.02	1.03	1.05
毛利率(%)	22.0%	16.0%	15.5%	15.5%	15.5%
净利率(%)	6.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%
净资产收益率(%)	9.4%	6.1%	6.0%	5.9%	5.7%
市盈率	6.1	9.2	9.1	9.0	8.8
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（2024年05月08日）	8.98 元
目标价格	11.22 元
52 周最高价/最低价	14.89/7.74 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,197,044/1,197,044
A 股市值（百万元）	107,495
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2024 年 05 月 09 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.79	4.78	-9.93	-36.15
相对表现%	0.07	2.13	-17.81	-25.51
沪深 300%	0.72	2.65	7.88	-10.64



证券分析师

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

相关报告

- 业绩平稳增长，强化深耕优势：——2023 年中报点评 2023-09-06
- 短期结利承压，强化销售-拿地正向循环：——2022 年全年业绩点评 2023-04-12
- 行业波动冲击业绩，着眼未来持续巩固经营优势 2023-01-11

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2024/5/8	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
万科 A	000002	7.20	1.02	0.89	0.90	0.88	7.06	8.08	7.97	8.15
招商蛇口	001979	8.65	0.70	0.89	1.05	1.16	12.40	9.68	8.21	7.43
中国国贸	600007	23.33	1.25	1.30	1.38	1.44	18.66	17.88	16.94	16.20
华润置地	01109	28.38	4.40	4.45	4.79	5.27	6.45	6.38	5.93	5.38
张江高科	600895	18.45	0.61	0.73	0.83	0.92	30.14	25.44	22.13	20.04
华发股份	600325	6.06	0.67	0.79	0.87	0.83	9.07	7.66	6.98	7.28
		最大值					30.14	25.44	22.13	20.04
		最小值					6.45	6.38	5.93	5.38
		平均数					13.97	12.52	11.36	10.75
		调整后平均					12	11	10	10

备注：货币均为人民币，其汇率为 1 港币=0.907 人民币（2024/4/16）

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	176,537	147,982	136,978	136,440	136,487	营业收入	281,017	346,828	341,019	341,099	341,219
应收票据及应收账款	4,054	3,822	3,444	3,445	3,446	营业成本	219,228	291,308	288,268	288,301	288,361
预付账款	22,556	21,635	22,166	23,195	23,885	销售费用	7,530	8,876	8,854	8,832	8,810
存货	877,893	869,508	852,405	813,255	769,943	管理费用	4,744	5,159	5,147	5,134	5,121
其他	219,360	225,591	228,773	245,864	262,985	研发费用	1,238	86	68	68	68
流动资产合计	1,300,401	1,268,539	1,243,766	1,222,199	1,196,747	财务费用	3,686	4,391	4,201	4,643	4,793
长期股权投资	106,250	104,296	109,000	112,000	115,000	资产减值损失	1,277	5,088	4,398	4,297	3,722
固定资产	10,147	8,362	12,239	17,800	23,984	公允价值变动收益	(142)	16	40	(29)	9
在建工程	571	590	4,315	6,219	7,120	投资净收益	4,201	2,212	2,101	1,996	1,896
无形资产	371	373	299	224	149	其他	(12,678)	(9,830)	(9,363)	(9,365)	(9,387)
其他	53,614	54,750	48,129	49,784	51,582	营业利润	34,693	24,318	22,861	22,426	22,863
非流动资产合计	170,952	168,373	173,981	186,026	197,836	营业外收入	781	572	622	658	617
资产总计	1,471,353	1,436,912	1,417,747	1,408,225	1,394,583	营业外支出	174	264	195	211	223
短期借款	1,197	5,213	5,000	26,214	18,819	利润总额	35,301	24,626	23,288	22,873	23,257
应付票据及应付账款	162,704	173,734	158,836	130,024	115,633	所得税	8,313	6,727	5,822	5,718	5,814
其他	678,379	634,784	609,685	596,773	593,680	净利润	26,987	17,899	17,466	17,155	17,443
流动负债合计	842,280	813,731	773,520	753,011	728,132	少数股东损益	8,667	5,832	5,240	4,803	4,884
长期借款	242,482	235,251	243,251	240,251	237,251	归属于母公司净利润	18,320	12,067	12,226	12,351	12,559
应付债券	57,716	45,265	45,765	46,265	46,765	每股收益(元)	1.53	1.01	1.02	1.03	1.05
其他	6,725	5,637	5,616	5,616	5,616						
非流动负债合计	306,923	286,154	294,632	292,132	289,632	主要财务比率					
负债合计	1,149,204	1,099,885	1,068,152	1,045,143	1,017,764		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	125,922	138,484	143,723	148,527	153,411	成长能力					
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	营业收入	-1.4%	23.4%	-1.7%	0.0%	0.0%
资本公积	17,626	17,236	17,488	17,488	17,488	营业利润	-30.2%	-29.9%	-6.0%	-1.9%	1.9%
留存收益	157,581	163,993	171,312	179,995	188,849	归属于母公司净利润	-33.1%	-34.1%	1.3%	1.0%	1.7%
其他	9,050	5,343	5,101	5,101	5,101	获利能力					
股东权益合计	322,149	337,027	349,595	363,082	376,819	毛利率	22.0%	16.0%	15.5%	15.5%	15.5%
负债和股东权益总计	1,471,353	1,436,912	1,417,747	1,408,225	1,394,583	净利率	6.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%
						ROE	9.4%	6.1%	6.0%	5.9%	5.7%
						ROIC	4.4%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%
						偿债能力					
						资产负债率	78.1%	76.5%	75.3%	74.2%	73.0%
						净负债率	63.6%	61.2%	63.5%	65.1%	60.1%
						流动比率	1.54	1.56	1.61	1.62	1.64
						速动比率	0.50	0.48	0.49	0.53	0.56
						营运能力					
						应收账款周转率	77.8	88.2	94.3	100.0	100.0
						存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						每股指标(元)					
						每股收益	1.53	1.01	1.02	1.03	1.05
						每股经营现金流	0.62	1.16	0.57	0.34	2.37
						每股净资产	16.39	16.59	17.20	17.92	18.66
						估值比率					
						市盈率	6.1	9.2	9.1	9.0	8.8
						市净率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
						EV/EBITDA	8.2	11.0	11.4	11.3	11.0
						EV/EBIT	8.2	11.0	11.7	11.7	11.4

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	26,987	17,899	17,466	17,155	17,443
折旧摊销	388	145	651	878	1,012
财务费用	3,686	4,391	4,201	4,643	4,793
投资损失	(4,201)	(2,212)	(2,101)	(1,996)	(1,896)
营运资金变动	(43,070)	(19,752)	(25,731)	(19,991)	4,294
其它	23,632	13,458	12,378	3,326	2,713
经营活动现金流	7,422	13,930	6,863	4,014	28,358
资本支出	1,120	1,882	(8,039)	(8,123)	(8,022)
长期投资	(14,650)	103	(5,504)	(3,800)	(3,800)
其他	14,168	5,281	1,148	1,968	1,906
投资活动现金流	637	7,266	(12,394)	(9,955)	(9,917)
债权融资	47,739	(31,850)	3,597	(7,500)	(2,500)
股权融资	(191)	(390)	252	0	0
其他	(50,563)	(17,722)	(9,322)	12,903	(15,894)
筹资活动现金流	(3,015)	(49,962)	(5,473)	5,403	(18,394)
汇率变动影响	138	(60)	-0	-0	-0
现金净增加额	5,182	(28,826)	(11,004)	(538)	48

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。