

保利发展(600048)

报告日期: 2022年12月31日

## 优化债务结构, 为新发展蓄势待发

### ——保利发展点评报告

#### 事件

保利发展 12 月 30 日公告, 拟定增募资不超 125 亿元 (不超过 8.2 亿股), 其中公司实控人保利集团拟认购不低于 1 亿元且不超过 10 亿元。本次募集资金净额将全部用于广州保利领秀海、西安保利天汇等 14 个项目的开发投资及补充流动资金。

#### 投资要点

##### □ 非公开定增 125 亿元补充优质项目流动性

保利发展此次非公开定增资金量充足, 主要用于公司位于核心一二线城市项目的开发投资需要, 其中补充资金 15 亿元, 获得此次资金支持项目销售净利润约为 6.7-10%。我们认为保利发展作为优质头部房企, 定增通过概率和速度均有望超过行业竞对。如能够顺利发行, 我们认为此次定增能够为公司打通股权融资渠道, 继销售回款和国内银行贷款两个渠道公司有相对竞争优势外, 股权融资落地将为公司资金面锦上添花。

##### □ 充分运用政策支持工具, 优化资产负债表, 厚积薄发

我们认为, “第三只箭” 融资支持政策出台后, 公司积极筹备定增计划, 推进股权融资落地, 将有利于公司借助政策红利优化资产负债表, 为 2023 年市场转暖带来的发展机遇提前做好准备。2023 年我们认为房地产销售面对政策放松+疫情管理优化+收入和就业预期恢复, 会有确定性较高的温和修复。在此趋势下, 优质头部房企获得发展机遇更多, 而优先调节资产负债表、降低负债率的头部房企有机会进一步实现扩表。

##### □ 投资建议: “买入”

保利发展 12 月股价经历回调, 截至 12 月 30 日公司  $PB < 1$ 。我们认为本轮周期中, 地产行业头部优质房企  $PB < 1$  即是良好进入时点, 复盘历次周期, 行业和企业基本面修复有望推动  $PB$  持续走强。我们认为, 公司行业龙头地位稳固, 作为老牌央企, 融资渠道通畅, 综合实力强, 能够更好地承接政策利好。我们预计公司 2022-24 年 EPS 为每股 2.45 元、2.69 元、3.00 元, 参考其他头部房企 PE 估值情况, 给予公司 2023 年 8 倍 PE 估值, 对应目标价 21.52 元, 维持买入评级。

##### □ 风险提示: 疫情感染扩散影响公司 1 月销售额。

#### 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	284933	331190	370442	408848
(+/-) (%)	17.21%	16.23%	11.85%	10.37%
归母净利润	27388	29280	32192	35970
(+/-) (%)	-5.39%	6.91%	9.94%	11.74%
每股收益(元)	2.29	2.45	2.69	3.00
P/E	6.61	6.19	5.63	5.04

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡

执业证书号: S1230521120001

yangfan02@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥15.13
总市值(百万元)	181,112.81
总股本(百万股)	11,970.44

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《行业龙头地位稳固, 持续布局核心城市》 2022.10.29
- 《保利发展点评报告: 中期业绩快报表现优, H1 销售跻身行业第二》 2022.07.15
- 《2022.4.19 - 保利发展点评报告: 销售营收保持增长, 非住板块齐头并进》 2022.04.19

**表1: 保利发展募资资金数额及用途**

序号	项目名称	总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
1	广州保利领秀海	669,782	145,000
2	西安保利天汇	558,010	125,000
3	大连保利城	321,844	110,000
4	合肥保利和光熙悦	312,835	90,000
5	中山保利天汇	486,121	85,000
6	南京保利阅云台	485,964	85,000
7	西安保利锦上	311,323	80,000
8	南京保利燕璟和颂	522,964	80,000
9	合肥保利拾光年	255,498	65,000
10	广州保利和悦滨江	333,469	55,000
11	广州保利锦上	256,696	50,000
12	南京保利扬子萃云台	383,332	50,000
13	合肥保利珺悦	151,373	40,000
14	莆田保利建发棠颂和府	416,492	40,000
15	补充流动资金	150,000	150,000
-	<b>总计</b>	<b>5,615,703</b>	<b>1,250,000</b>

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**表2: 保利发展拟投资项目主要经济指标**

序号	项目名称	总销售收入 (万元)	项目销售净利率 (%)
1	广州保利领秀海	738,573	6.87
2	西安保利天汇	654,426	9.60
3	大连保利城	358,223	6.80
4	合肥保利和光熙悦	361,681	8.43
5	中山保利天汇	571,637	7.66
6	南京保利阅云台	554,900	7.65
7	西安保利锦上	363,308	9.73
8	南京保利燕璟和颂	597,098	7.97
9	合肥保利拾光年	301,271	9.54
10	广州保利和悦滨江	380,264	10.01
11	广州保利锦上	281,201	6.73
12	南京保利扬子萃云台	441,296	8.33
13	合肥保利珺悦	173,853	7.88
14	莆田保利建发棠颂和府	498,971	9.44
-	<b>总计</b>	<b>5,538,129</b>	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**表3: 可比公司估值**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
000002.SZ	万科A	2,039	1.94	2.09	2.25	2.43	9.38	8.71	8.09	7.49	0.88
600325.SH	华发股份	192	1.51	1.63	1.76	1.92	6.00	5.56	5.15	4.72	1.10
600383.SH	金地集团	462	2.08	2.12	2.26	2.40	4.92	4.83	4.53	4.26	0.72
001979.SZ	招商蛇口	977	1.31	1.20	1.36	1.55	9.64	10.53	9.29	8.15	1.19
	均值						7.49	7.40	6.76	6.15	0.97
600048.SH	保利发展	1811	2.29	2.45	2.69	3.00	6.61	6.19	5.63	5.04	0.99

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

备注: 收盘价截止至 2022 年 12 月 30 日, 除保利发展为浙商证券预测外, 其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1247342</b>	<b>1548393</b>	<b>1662084</b>	<b>1783628</b>
现金	171384	190419	212716	229328
交易性金融资产	123	123	123	123
应收账款	3194	4733	6056	7462
其它应收款	157687	183287	205009	226264
预付账款	42686	49735	55614	61351
存货	809656	1057405	1119888	1196440
其他	62611	62691	62677	62660
<b>非流动资产</b>	<b>152591</b>	<b>149602</b>	<b>152280</b>	<b>154784</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	95089	95089	95089	95089
固定资产	11275	12819	13995	15616
无形资产	404	458	453	445
在建工程	571	375	293	211
其他	45251	40861	42450	43423
<b>资产总计</b>	<b>1399933</b>	<b>1697995</b>	<b>1814364</b>	<b>1938412</b>
<b>流动负债</b>	<b>818817</b>	<b>1074267</b>	<b>1140760</b>	<b>1209674</b>
短期借款	4094	4001	4291	4129
应付款项	139597	243082	301717	338841
预收账款	852	79486	88906	98123
其他	674275	747698	745846	768580
<b>非流动负债</b>	<b>278201</b>	<b>280465</b>	<b>285981</b>	<b>291549</b>
长期借款	231904	236904	241904	246904
其他	46298	43562	44077	44646
<b>负债合计</b>	<b>1097019</b>	<b>1354732</b>	<b>1426741</b>	<b>1501223</b>
少数股东权益	107354	118421	130590	144187
归属母公司股东权益	195561	224841	257033	293003
<b>负债和股东权益</b>	<b>1399933</b>	<b>1697995</b>	<b>1814364</b>	<b>1938412</b>

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>10551</b>	<b>17516</b>	<b>20718</b>	<b>14790</b>
净利润	37189	40348	44360	49566
折旧摊销	1509	929	1064	1206
财务费用	3386	7698	7529	7381
投资损失	(6211)	(6522)	(6848)	(7190)
营运资金变动	48828	221624	38731	41380
其它	(74151)	(246561)	(64119)	(77553)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(19987)</b>	<b>3862</b>	<b>4409</b>	<b>4120</b>
资本支出	(3641)	(2125)	(2001)	(2589)
长期投资	(28602)	(250)	(300)	(350)
其他	12256	6237	6710	7059
<b>筹资活动现金流</b>	<b>34458</b>	<b>(2343)</b>	<b>(2830)</b>	<b>(2298)</b>
短期借款	(683)	(92)	289	(162)
长期借款	24743	5000	5000	5000
其他	10398	(7251)	(8120)	(7136)
<b>现金净增加额</b>	<b>25022</b>	<b>19035</b>	<b>22297</b>	<b>16612</b>

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>284933</b>	<b>331190</b>	<b>370442</b>	<b>408848</b>
营业成本	208631	243082	271817	299860
营业税金及附加	15685	18215	22226	24531
营业费用	7384	8445	9446	10426
管理费用	5434	6293	7038	7768
研发费用	1436	1476	1476	1476
财务费用	3386	7698	7529	7381
资产减值损失	58	(503)	(600)	(700)
公允价值变动损益	246	246	246	246
投资净收益	6211	6522	6848	7190
其他经营收益	202	180	180	180
<b>营业利润</b>	<b>49670</b>	<b>53432</b>	<b>58782</b>	<b>65723</b>
营业外收支	365	365	365	365
<b>利润总额</b>	<b>50035</b>	<b>53797</b>	<b>59147</b>	<b>66088</b>
所得税	12845	13449	14787	16522
<b>净利润</b>	<b>37189</b>	<b>40348</b>	<b>44360</b>	<b>49566</b>
少数股东损益	9802	11068	12169	13597
<b>归属母公司净利润</b>	<b>27388</b>	<b>29280</b>	<b>32192</b>	<b>35970</b>
<b>EBITDA</b>	<b>57858</b>	<b>62424</b>	<b>67740</b>	<b>74675</b>
<b>EPS (最新摊薄)</b>	<b>2.29</b>	<b>2.45</b>	<b>2.69</b>	<b>3.00</b>

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.21%	16.23%	11.85%	10.37%
营业利润增长率	-4.96%	7.57%	10.01%	11.81%
归属于母公司净利润增长率	-5.39%	6.91%	9.94%	11.74%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.78%	26.60%	26.62%	26.66%
净利率	13.05%	12.18%	11.98%	12.12%
ROE	9.62%	9.06%	8.81%	8.72%
ROIC	8.44%	8.73%	8.84%	9.07%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.36%	79.78%	78.64%	77.45%
净负债比率	27.03%	22.30%	21.50%	20.77%
流动比率	1.52	1.44	1.46	1.47
速动比率	0.53	0.46	0.48	0.49
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.21	0.21	0.21	0.22
应收账款周转率	101.24	92.60	88.00	87.44
应付账款周转率	1.56	1.39	1.11	1.05
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.29	2.45	2.69	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	1.46	1.73	1.24
每股净资产(最新摊薄)	16.34	18.78	21.47	24.48
<b>估值比率</b>				
P/E	6.61	6.19	5.63	5.04
P/B	0.93	0.81	0.70	0.62
EV/EBITDA	7.32	6.61	6.01	5.49

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>