

公司研究

经营表现行业领先，定增提升综合实力

——保利发展（600048.SH）动态跟踪

要点

事件：2022年12月31日，公司发布《2023年度非公开发行A股股票预案》。

点评：经营表现强劲，大额定增计划助力优质项目开发，优化资本结构，补强现金流，节约资金成本，提升拿地实力，促进长期综合实力提升。

公司历史最大额定增计划，募资助力优质项目开发。本次股票定增，公司拟向包括保利集团在内的不超过35名特定对象发行不超过8.1914亿股（含本数）股票，募资总额不超过125亿元（含本数），本次预计募资总额为公司上市以来4次股票定增计划中的最大金额（其中2010年定增计划中止实施）；股票发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价的80%和截至定价基准日发行人最近一期未经审计的归属于母公司普通股股东的每股净资产值的较高者；募集资金中的110亿元拟投入广州保利领秀海等14个房地产开发项目，其余15亿元拟用于补充公司流动资金，上述14个项目预计总投资额约546.57亿元、销售总额约627.67亿元、净利润总额约52.08亿元，项目预计销售净利率整体处于6.73%~10.01%之间，预计平均销售净利率为8.33%，项目经营计划良好，有望助力公司业绩提升。

资本结构优化，资金实力增强，拿地实力提升。截至22年Q3，公司剔除预收款后的资产负债率为66.35%，我们认为本次股票定增对公司有多方面裨益，在资本结构方面，将助力公司降低资产负债率，资本结构将进一步优化；在业绩方面，将减少公司的利息支出压力，助力净利润提升；在经营方面，为公司补足现金流，已投入广州保利领秀海等14个项目的资金置换出来后将有力支撑公司进一步获取优质土储，提高公司综合竞争力。

22年销售优于TOP20整体水平，全年拿地货值行业第一。据克而瑞数据，公司2022年全口径销售额为4573亿元，同比减少15.1%，优于TOP20房企的整体同比增速-36.0%；12月单月销售额572亿元，同比增长42%，在TOP20房企内单月同比增速最高。22年前11月，公司累计拿地金额1462亿，其中有一线城市投资金额占比34%，强二线城市投资金额占比45%，据克而瑞数据，公司22年新增土地货值达2514亿元，位居行业第一，为2023年销售奠定良好基础。

盈利预测、估值与评级：公司销售稳健，现金流充裕，拿地实力强，央企品牌美誉度高，盈利能力于行业加速出清后有望迎来修复，看好公司作为行业龙头的未来发展空间。维持公司22-24年预测EPS分别为2.37元、2.49元、2.71元；当前股价对应22-24年PE估值为6.5倍、6.2倍、5.7倍，维持“买入”评级。

风险提示：销售、拿地不及预期，开工、交付不及预期，行业下行超预期等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	243,208	285,024	317,088	334,427	338,848
营业收入增长率	3.06%	17.19%	11.25%	5.47%	1.32%
净利润（百万元）	28,948	27,388	28,388	29,771	32,452
净利润增长率	3.54%	-5.39%	3.65%	4.87%	9.00%
EPS（元）	2.42	2.29	2.37	2.49	2.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.06%	14.00%	13.08%	12.42%	12.33%
P/E	6.4	6.7	6.5	6.2	5.7
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-03

买入（维持）

当前价：15.42元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人：庄晓波

021-52523416

zhuangxiaobo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	119.70
总市值(亿元)	1845.84
一年最低/最高(元)	12.88/19.20
近3月换手率	49.80%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.90	-20.32	18.54
绝对	-5.40	-15.83	1.04

资料来源：Wind

相关研报

前三季度营收保持增势，Q3经营表现积极——保利发展（600048.SH）2022年三季报点评（2022-10-31）

收入与利润保持增长趋势，聚焦核心城市经营稳健——保利发展（600048.SH）2022年中报点评（2022-09-04）

销售表现领先大市，经营业绩稳中有升——保利发展（600048.SH）2022年半年度业绩快报点评（2022-07-18）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	243,208	285,024	317,088	334,427	338,848
营业成本	163,951	208,631	236,336	251,195	247,864
折旧和摊销	1,310	2,105	2,465	2,825	3,172
税金及附加	18,495	15,685	15,834	15,525	19,423
销售费用	6,877	7,384	8,183	8,361	8,437
管理费用	4,315	5,434	6,014	6,309	6,223
研发费用	1,260	1,436	1,597	1,685	1,707
财务费用	3,160	3,386	3,767	3,973	4,026
投资收益	6,141	6,211	6,522	6,978	7,885
营业利润	52,265	49,670	52,205	54,744	59,552
利润总额	52,538	50,035	52,205	54,744	59,552
所得税	12,490	12,845	13,318	13,905	15,037
净利润	40,048	37,189	38,887	40,839	44,515
少数股东损益	11,100	9,802	10,500	11,067	12,064
归属母公司净利润	28,948	27,388	28,388	29,771	32,452
EPS(元)	2.42	2.29	2.37	2.49	2.71

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	15,150	10,551	20,887	12,348	7,674
净利润	28,948	27,388	28,388	29,771	32,452
折旧摊销	1,310	2,105	2,465	2,825	3,172
净营运资金增加	41,057	45,163	35,448	37,218	37,289
其他	-56,164	-64,105	-45,415	-57,466	-65,238
投资活动产生现金流	-6,927	-19,987	-20,863	-20,212	-20,003
净资本支出	621	-135	-350	-350	-350
长期投资变化	-13,504	-22,539	-22,348	-23,140	-23,548
其他资产变化	5,955	2,688	1,835	3,279	3,895
融资活动现金流	-1,878	34,458	16,308	18,128	14,946
股本变化	35	2	0	0	0
债务净变化	26,754	41,388	26,970	29,190	27,902
无息负债变化	154,297	70,893	72,902	21,421	54,477
净现金流	6,306	24,970	16,332	10,265	2,617

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.6%	26.8%	25.5%	24.9%	26.9%
EBITDA 率	20.1%	16.9%	16.3%	16.3%	17.3%
EBIT 率	19.6%	16.3%	15.6%	15.4%	16.4%
税前净利润率	21.6%	17.6%	16.5%	16.4%	17.6%
归母净利润率	11.9%	9.6%	9.0%	8.9%	9.6%
ROA	3.2%	2.7%	2.5%	2.5%	2.6%
ROE (摊薄)	16.1%	14.0%	13.1%	12.4%	12.3%
经营性 ROIC	7.8%	6.8%	6.7%	6.6%	6.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	79%	78%	78%	77%	77%
流动比率	1.51	1.52	1.52	1.54	1.55
速动比率	0.53	0.53	0.55	0.56	0.54
归母权益/有息债务	0.61	0.58	0.59	0.61	0.62
有形资产/有息债务	4.19	4.11	4.17	4.07	4.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,251,375	1,399,933	1,531,531	1,616,134	1,734,096
货币资金	146,008	171,384	187,716	197,981	200,598
交易性金融资产	507	123	123	123	123
应收账款	2,450	3,179	3,522	3,685	3,713
应收票据	2	15	17	18	18
其他应收款 (合计)	153,522	158,010	175,777	185,369	187,825
存货	741,475	809,656	864,238	893,565	978,359
其他流动资产	48,227	61,695	71,314	76,169	77,319
流动资产合计	1,136,226	1,247,342	1,351,670	1,408,930	1,499,312
其他权益工具	331	332	332	332	332
长期股权投资	72,550	95,089	117,437	140,577	164,126
固定资产	7,659	11,275	11,042	10,790	10,521
在建工程	546	571	541	518	501
无形资产	430	404	411	418	423
商誉	67	67	67	67	67
其他非流动资产	1,792	700	1,951	1,951	1,951
非流动资产合计	115,149	152,591	180,111	207,204	234,785
总负债	984,737	1,097,019	1,196,890	1,247,501	1,329,879
短期借款	4,777	4,094	2,063	2,253	1,155
应付账款	136,564	130,127	147,408	156,675	152,119
应付票据	14,919	9,470	10,635	11,053	10,658
预收账款及合同负债	366,499	416,869	457,423	465,715	522,698
其他流动负债	31,874	36,524	39,731	41,291	41,645
流动负债合计	751,758	818,817	891,300	914,516	969,492
长期借款	207,160	231,904	251,904	271,904	291,904
应付债券	25,066	41,620	47,620	53,620	59,620
其他非流动负债	58	78	94	103	105
非流动负债合计	232,979	278,201	305,589	332,985	360,387
股东权益	266,638	302,914	334,892	368,633	404,217
股本	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970
公积金	23,424	23,892	23,892	23,892	23,892
未分配利润	124,468	141,052	162,497	185,171	208,691
归属母公司权益	180,231	195,561	217,039	239,713	263,233
少数股东权益	86,407	107,354	117,853	128,920	140,984

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.83%	2.59%	2.58%	2.50%	2.49%
管理费用率	1.77%	1.91%	1.90%	1.89%	1.84%
财务费用率	1.30%	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%
研发费用率	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	24%	26%	26%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.73	0.58	0.59	0.75	0.81
每股经营现金流	1.27	0.88	1.74	1.03	0.64
每股净资产	15.06	16.34	18.13	20.03	21.99
每股销售收入	20.32	23.81	26.49	27.94	28.31

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	6.4	6.7	6.5	6.2	5.7
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	11.4	12.6	12.3	12.2	11.8
股息率	4.7%	3.8%	3.8%	4.8%	5.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE