

# 定增预案落地，投拓启动发力

华泰研究

2023年2月13日 | 中国内地/中国香港

动态点评

房地产开发

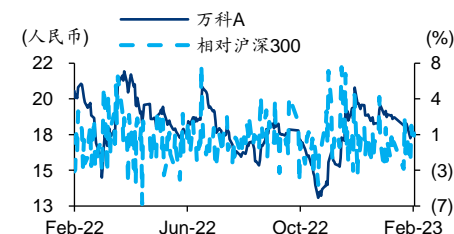
	2202 HK	000002 CH
投资评级:	增持(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 19.11	人民币: 24.36

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

## 基本数据

(港币/人民币)	2202 HK	000002 CH
目标价	19.11	24.36
收盘价(截至2月10日)	14.88	17.67
市值(百万)	173,065	205,515
6个月平均日成交额(百万)	188.65	1,615
52周价格范围	9.87-21.70	13.52-21.49
BVPS	20.73	20.73

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 定增预案落地，维持A股“买入”评级

公司12日发布定增预案，募资总额不超过150亿，募资用途用于公司位于郑州、鞍山、中山、西安等地的11个项目开发，以及补充流动资金45亿元。“第三支箭”政策以来，公司频获融资支持，此次定增彰显公司希望继续把握持续性融资利好从而进一步做大做强的意愿。我们维持2022-2024年EPS为2.00/2.10/2.34元的预测，A股(000002 CH)参考可比公司2023年PE均值11.6x(Wind)，予以2023年11.6xPE，予以目标价24.36元(前值23.00元，2022PE11.5x)，H股(2202 HK)参考最近一个季度平均折价率32%以及两地对业绩和多元化业务估值差异，予以A股折价32%，目标价19.11港币(前值19.17港币)，维持“增持”评级。

### 定增募资总额规模上限150亿，用于优质项目融资以及补充流动资金

12月16日公司股权融资授权议案获股东大会通过，2月12日发布定增预案，拟向不超过35名特定投资者发行股权，募资总额不超过150亿。发行价格不低于定价基准日前20个交易日A股股票交易均价的80%，发行股权占发行前总股本比例上限为9.46%。募资用途为项目融资以及补充流动资金45亿。拟融资项目中，拟投资金额的71%位于一二线城市，资源优质。本次定增预案也是“第三支箭”启动以来的第17个房企定增预案，同时也是本轮截至目前募资额规模最大的定增。

### 股权融资顺利推进，融资端三箭齐发为扩张蓄势

据我们统计，公司22年合计发债543亿，平均利率约2.94%。随着去年11月房企融资政策的全面放开，公司充分受益，12月成功发行中票57亿。第一支箭方面，获12家银行的意向性融资额度，第二支箭方面，万科向交易商协会表达了280亿元的储架式注册发行意向，并筹备发行500亿元债务融资工具，且募集资金用途包括但不限于长租公寓、物流地产、产业园、养老公寓等募投项目，我们认为公司有望受益于REITs扩围，进一步打开估值空间。本次融资预案发布意味着三箭齐发，股权融资进度得以推进，为公司未来启动扩张打下基础。

### 2022Q4销售降幅收窄，投资强度加大

据公司经营数据公告，2022年全年合同销售金额4170亿元，同比-33.6%，其中Q4同比降幅较Q1-3收窄了3.1pct。同时在三支箭加持下，公司在拿地方面也更为主动，2022年全年拿地强度约24.7%，其中Q4拿地强度约39.9%，较Q1-3提升20.2pct。公司重新加大拿地强度，并且在融资端有望再获支持，我们看好明年销售逐步回暖，公司销售的复苏弹性。

风险提示：行业销售下滑；公司拿地节奏低预期导致可售货量不足的风险。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	419,112	452,798	493,900	516,513	551,665
+/-%	13.92	8.04	9.08	4.58	6.81
归属母公司净利润(人民币百万)	41,516	22,524	23,235	24,451	27,244
+/-%	6.80	(45.75)	3.16	5.23	11.43
EPS(人民币，最新摊薄)	3.57	1.94	2.00	2.10	2.34
ROE(%)	20.13	9.78	9.60	9.61	10.13
PE(倍)	4.95	9.12	8.84	8.41	7.54
PB(倍)	0.92	0.87	0.83	0.79	0.74
EV EBITDA(倍)	4.58	8.29	9.36	8.86	8.74

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (截至 2023 年 2 月 10 日)

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	EPS(元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
保利发展	600048 CH	1,889	2.29	1.45	1.58	2.56	6.90	10.89	10.01	6.16
招商蛇口	001979 CH	1,146	1.34	0.55	0.72	1.09	11.05	26.74	20.51	13.65
金地集团	600383 CH	440	2.08	2.04	2.28	2.44	4.67	4.77	4.27	3.98
南山控股	002314 CH	120	0.36	0.42	0.39	0.43	12.32	10.56	11.47	10.24
平均							8.73	13.24	11.57	8.51

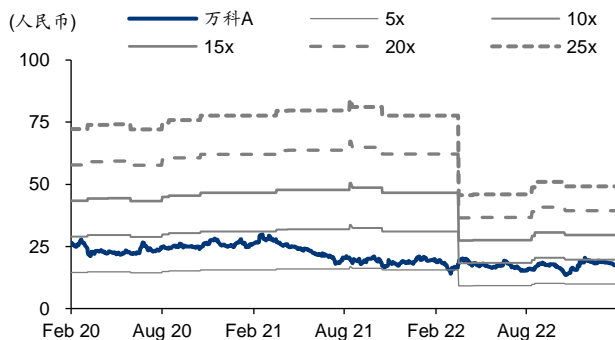
注: 1) 考虑到房企 23 年 1 月密集发布业绩预告, 盈利预测来自 Wind 领先预测 (据 Wind, Wind 领先预测的计算周期为 30 天, 一致预测的计算周期为 180 天)。2) 南山控股 30 日来没有研报, 因此没有领先预测, 故沿用一致预测。  
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

### 风险提示

**行业销售下行风险:** 由于疫情影响, 本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能 (尤其是部分三四线城市), 使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

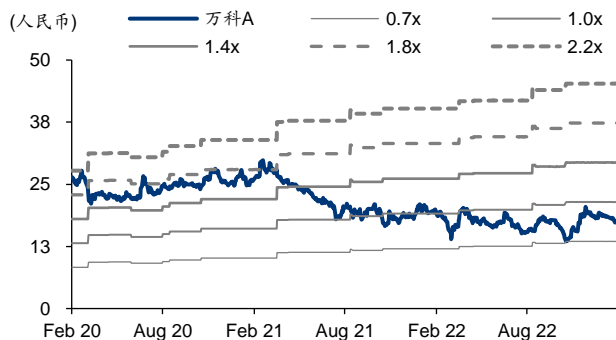
**公司拿地节奏低预期导致可售货量不足的风险:** 公司目前储备较低, 如果扩储节奏低预期, 可能导致可售货值不足, 进而影响未来收入和利润增速。

图表2: 万科 APE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 万科 APB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,547,387	1,600,268	1,870,198	1,762,280	2,097,046
现金	195,231	149,352	162,910	170,368	181,963
应收账款	2,992	4,744	3,695	5,130	4,295
其他应收账款	249,499	266,061	296,298	291,808	336,323
预付账款	62,248	67,230	74,001	73,696	84,053
存货	1,002,063	1,075,617	1,298,770	1,183,185	1,454,599
其他流动资产	35,355	37,264	34,524	38,092	35,812
<b>非流动资产</b>	321,790	338,370	364,152	381,567	400,737
长期投资	141,895	144,449	164,167	175,955	189,632
固定投资	12,577	12,821	15,205	17,459	20,383
无形资产	6,088	10,445	11,762	13,319	14,526
其他非流动资产	161,230	170,654	173,019	174,833	176,195
<b>资产总计</b>	1,869,177	1,938,638	2,234,350	2,143,847	2,497,782
<b>流动负债</b>	1,317,493	1,311,446	1,599,694	1,478,924	1,777,186
短期借款	25,112	14,413	91,059	71,521	75,896
应付账款	295,685	330,411	362,537	361,804	408,015
其他流动负债	996,697	966,623	1,146,097	1,045,598	1,293,276
<b>非流动负债</b>	201,840	234,419	215,684	217,796	240,808
长期借款	132,037	154,322	135,588	137,700	160,712
其他非流动负债	69,803	80,097	80,097	80,097	80,097
<b>负债合计</b>	1,519,333	1,545,865	1,815,378	1,696,720	2,017,995
少数股东权益	125,334	156,820	171,061	186,046	202,745
股本	11,618	11,625	11,631	11,631	11,631
资本公积	18,554	20,584	20,578	20,578	20,578
留存公积	195,883	203,885	222,599	242,291	264,234
归属母公司股东权益	224,511	235,953	247,912	261,081	277,043
<b>负债和股东权益</b>	1,869,177	1,938,638	2,234,350	2,143,847	2,497,782

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	53,188	4,113	6,405	44,761	(1,328)
净利润	59,298	38,070	37,476	39,437	43,942
折旧摊销	1,028	1,008	1,268	1,411	1,549
财务费用	5,145	4,384	3,713	4,006	4,160
投资损失	(13,512)	(6,614)	(5,291)	(5,211)	(5,195)
营运资金变动	(2,713)	(37,833)	(30,431)	5,400	(45,485)
其他经营现金	3,941	5,099	(329.20)	(281.71)	(299.49)
<b>投资活动现金</b>	5,797	(26,281)	(21,735)	(13,591)	(15,500)
资本支出	(7,208)	(9,578)	(6,986)	(6,691)	(6,695)
长期投资	(8,300)	(14,394)	(19,717)	(11,789)	(13,677)
其他投资现金	21,306	(2,309)	4,968	4,888	4,873
<b>筹资活动现金</b>	(32,504)	(23,104)	(58,171)	(4,173)	24,048
短期借款	9,746	(10,699)	76,646	(19,538)	4,375
长期借款	17,717	22,285	(18,735)	2,112	23,012
普通股增加	315.59	7.65	5.33	0.00	0.00
资本公积增加	6,170	2,029	(5.33)	0.00	0.00
其他筹资现金	(66,453)	(36,727)	(116,083)	13,253	(3,339)
现金净增加额	25,924	(44,954)	(73,502)	26,996	7,220

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	419,112	452,798	493,900	516,513	551,665
营业成本	296,541	353,977	391,774	409,523	435,234
营业税金及附加	27,237	21,056	22,967	24,019	25,653
营业费用	10,637	12,809	13,335	13,946	14,895
管理费用	10,288	10,242	11,172	11,684	12,479
财务费用	5,145	4,384	3,713	4,006	4,160
资产减值损失	(1,981)	(3,514)	(3,951)	(3,616)	(3,310)
公允价值变动收益	5.33	3.82	4.01	4.21	4.42
投资净收益	13,512	6,614	5,291	5,211	5,195
<b>营业利润</b>	79,959	52,531	51,296	53,964	60,094
营业外收入	999.50	1,148	1,148	1,148	1,148
营业外支出	1,282	1,456	1,456	1,456	1,456
<b>利润总额</b>	79,676	52,223	50,988	53,655	59,786
所得税	20,378	14,153	13,512	14,219	15,843
<b>净利润</b>	59,298	38,070	37,476	39,437	43,942
少数股东损益	17,783	15,545	14,241	14,986	16,698
归属母公司净利润	41,516	22,524	23,235	24,451	27,244
EBITDA	84,781	57,272	55,474	58,555	64,943
EPS (人民币, 基本)	3.62	1.94	2.00	2.10	2.34

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.92	8.04	9.08	4.58	6.81
营业利润	4.37	(34.30)	(2.35)	5.20	11.36
归属母公司净利润	6.80	(45.75)	3.16	5.23	11.43
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	29.25	21.82	20.68	20.71	21.11
净利率	14.15	8.41	7.59	7.64	7.97
ROE	20.13	9.78	9.60	9.61	10.13
ROIC	111.71	34.34	28.06	32.95	28.76
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	81.28	79.74	81.25	79.14	80.79
净负债比率 (%)	19.19	30.99	36.29	30.45	35.11
流动比率	1.17	1.22	1.17	1.19	1.18
速动比率	0.35	0.33	0.29	0.32	0.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.23	0.24	0.24	0.24	0.24
应收账款周转率	168.30	117.06	117.06	117.06	117.06
应付账款周转率	1.05	1.13	1.13	1.13	1.13
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.57	1.94	2.00	2.10	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	4.57	0.35	0.55	3.85	(0.11)
每股净资产(最新摊薄)	19.30	20.29	21.32	22.45	23.82
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	4.95	9.12	8.84	8.41	7.54
PB (倍)	0.92	0.87	0.83	0.79	0.74
EV EBITDA (倍)	4.58	8.29	9.36	8.86	8.74

## 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