

**投资评级 优于大市 维持**

## 战略合作中国长城资产，共促行业高质量发展——把握并购机遇，打开“中特估值”空间

**股票数据**

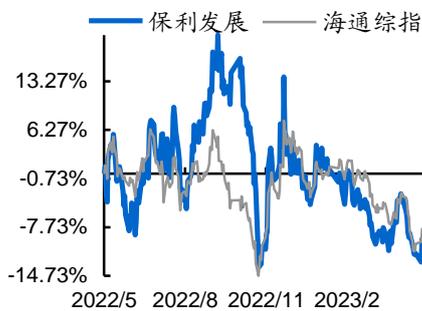
05月05日收盘价(元)	14.26
52周股价波动(元)	12.88-19.05
总股本/流通A股(百万股)	11970/11970
总市值/流通市值(百万元)	170699/170699

**相关研究**

 《营收利润实现双增，保持投资力度》  
 2023.04.24

《聚焦核心市场，做优增量投资》2023.04.06

 《把握融资红利期，巩固核心竞争力》  
 2023.01.01

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.7	-5.3	-7.0
相对涨幅(%)	-0.6	-2.6	-4.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@haitong.com

证书:S0850510120001

**投资要点:**

- **事件:** 保利发展控股公众号显示，2023年5月4日，保利发展控股集团股份有限公司与中国长城资产管理股份有限公司在北京举行战略合作签约仪式。
- **央企“地产+金融”双向合作。**
  - 1) 双方已在部分区域重点项目开展实质合作，未来将持续围绕服务实体经济、防范化解对冲不动产金融风险等领域探索更深、更广的合作模式，充分发挥行业引领示范作用，为实现国民经济高质量发展作出积极的贡献。
  - 2) 作为国民经济发展的“顶梁柱”“压舱石”，本次保利发展与中国长城资产属国资央企强强联手。双方有望在金融与不动产双向赋能、共建共创风险化解基金、保民生维护市场稳定等方面开展深度合作，共同探索行业向新发展阶段转型升级的新模式。
- **有利推动保利发展参与行业并购，更好实现“保民生、保交楼”。** 中国长城资产是四家全国性金融资产管理公司之一。2022年以来，中国长城资产聚焦纾困和盘活存量房地产市场，探索并落地“债务重组+代管代建”“政府赋能+合作开发”“资产重组+品牌方运营”等业务模式。保利发展本次与长城资产合作，有望在该领域进一步深化和拓展。
- **把握并购市场机遇，推动行业发展新模式。** 我们在报告《大并购、稳需求、优格局——后阶段行业趋势推演》中强调，加速行业并购速度，有效推动不良资产转为并购资产并最终重组成为优质资产是行业走出本轮债务危机的核心。我们此前强调，“市场已经从打击杠杆\积压泡沫\不良资产加速出现的调控前段，进入推动不良资产转为并购资产的调控中段。”当前行业基本面处于复苏阶段，保利发展本次牵手中国长城资管，即有利于促进自身发展时推动行业债务问题有序化解，也是打造具有卓越竞争力的不动产生态平台，推动实现行业高质量发展的基础。
- **投资建议: 打开“中特估值”空间，维持“优于大市”评级。** 本次公司与央企金融合作，为公司可持续发展和积极参与并购市场奠定良好基础。我们认为并购是打开企业阿尔法，并持续超越市场成长的重要因素，也是打开企业“中特估值”空间的重要契机，给予公司2023年EPS为人民币1.81元，10-12倍PE估值，对应市值区间为2165-2598亿元，对应合理价值区间为每股18.08-21.70元。风险提示：1) 房地产行业新房总量增速具有缩量风险；2) 市场修复不及预期。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285024	281108	324391	384834	463564
(+/-)YoY(%)	17.2%	-1.4%	15.4%	18.6%	20.5%
净利润(百万元)	27388	18347	21647	25504	30173
(+/-)YoY(%)	-5.4%	-33.0%	18.0%	17.8%	18.3%
全面摊薄EPS(元)	2.29	1.53	1.81	2.13	2.52
毛利率(%)	26.8%	22.0%	21.2%	21.2%	21.2%
净资产收益率(%)	16.1%	14.0%	9.3%	10.1%	10.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

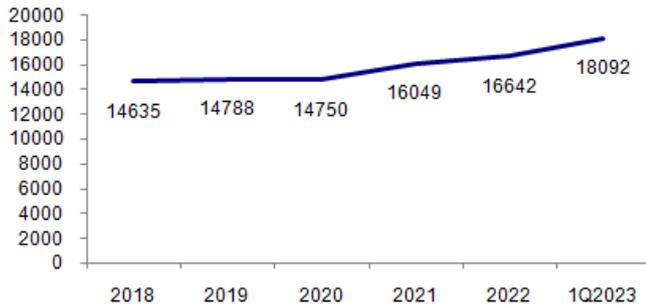
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

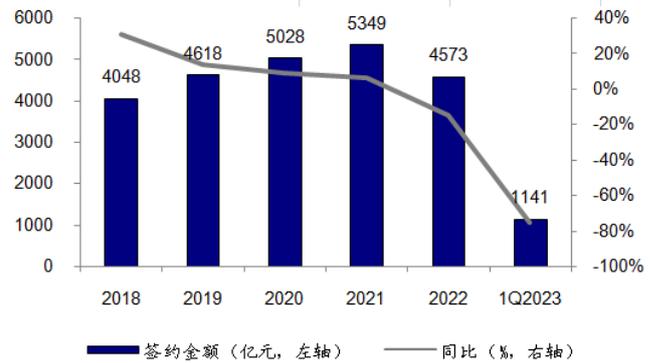
**表 1 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2023)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023PE/(2021-23 年净利润复合增速)
000002.SZ	万科 A	1748	1.94	1.98	2.07	8.01	7.85	7.51	2.38
001979.SZ	招商蛇口	1082	0.55	0.90	1.30	25.42	15.53	10.75	0.29
600383.SH	金地集团	379	1.35	1.45	1.54	6.22	5.79	5.45	0.85
均值						13.22	9.72	7.91	1.17
600048.SH	保利发展	1707	1.53	1.81	2.13	9.30	7.89	6.69	0.44

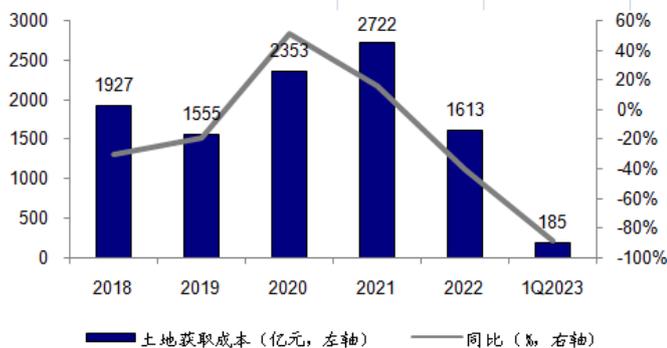
注：收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。  
 资料来源：Wind，海通证券研究所

**图 1 公司 2018-1Q2023 签约均价 (元/平)**


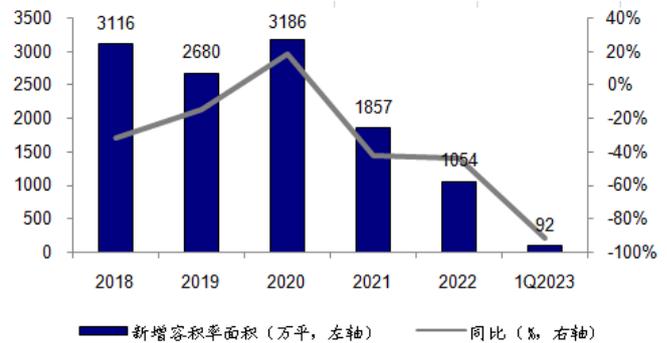
资料来源：2018-22 年报及 23 年 3 月销售情况简报，海通证券研究所

**图 2 公司 2018-1Q2023 签约销售金额**


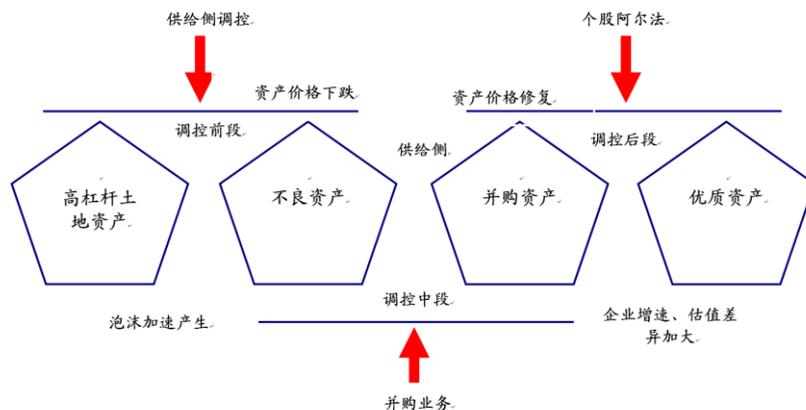
资料来源：2018-22 年报及 23 年 3 月销售情况简报，海通证券研究所

**图 3 公司 2018-1Q2023 土地获取成本**


资料来源：2018-22 年年报及 23 年一季报，海通证券研究所

**图 4 公司 2018-1Q2023 新增容积率面积**


资料来源：2018-22 年年报及 23 年一季报，海通证券研究所

**图 5 行业修复阶段并购业务将打开企业估值差异**


资料来源：海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>281108</b>	<b>324391</b>	<b>384834</b>	<b>463564</b>
每股收益	1.53	1.81	2.13	2.52	营业成本	219228	255671	303271	365327
每股净资产	16.40	8.97	19.50	21.43	毛利率%	22.0%	21.2%	21.2%	21.2%
每股经营现金流	0.62	-45.96	0.26	0.06	营业税金及附加	13121	15571	20011	27814
每股股利	0.50	0.54	0.64	0.76	营业税金率%	4.7%	4.8%	5.2%	6.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	7530	8596	10968	13675
P/E	9.30	7.89	6.69	5.66	营业费用率%	2.7%	2.7%	2.9%	3.0%
P/B	0.87	1.59	0.73	0.67	管理费用	4744	5515	6927	8576
P/S	0.61	0.53	0.44	0.37	管理费用率%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
EV/EBITDA	10.28	22.35	9.14	8.30	EBIT	35246	37417	41733	45855
股息率%	<b>3.3%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.3%</b>	财务费用	3686	4464	4018	4037
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.3%	1.4%	1.0%	0.9%
毛利率	22.0%	21.2%	21.2%	21.2%	资产减值损失	1156	400	93	43
净利润率	6.5%	6.7%	6.6%	6.5%	投资收益	4201	7000	9800	14210
净资产收益率	14.0%	9.3%	10.1%	10.9%	<b>营业利润</b>	<b>34693</b>	<b>39707</b>	<b>47602</b>	<b>56315</b>
资产回报率	2.0%	1.2%	1.3%	1.5%	营业外收支	607	365	265	315
投资回报率	7.4%	5.1%	4.9%	5.2%	<b>利润总额</b>	<b>35301</b>	<b>40072</b>	<b>47867</b>	<b>56630</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	37545	38452	42893	47037
营业收入增长率	-1.4%	15.4%	18.6%	20.5%	所得税	8290	10419	12445	14724
EBIT 增长率	-24.1%	6.2%	11.5%	9.9%	有效所得税率%	23.5%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润增长率	-33.0%	18.0%	17.8%	18.3%	少数股东损益	8664	8006	9918	11734
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>18347</b>	<b>21647</b>	<b>25504</b>	<b>30173</b>
资产负债率	78.4%	78.1%	78.5%	78.1%					
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.4	货币资金	176537	182506	188462	194985
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	应收账款及应收票据	4054	3859	4706	5617
<b>经营效率指标</b>					存货	877893	1075217	1154923	1246114
应收帐款周转天数	4.7	4.3	4.5	4.4	其它流动资产	241916	185901	205588	236422
存货周转天数	1404.8	1535.0	1390.0	1245.0	流动资产合计	1300401	1447483	1553679	1683138
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	长期股权投资	106250	106250	106250	106250
固定资产周转率	26.2	37.5	43.6	59.0	固定资产	10147	9312	8352	7370
					在建工程	571	621	671	721
					无形资产	371	371	371	371
					非流动资产合计	170064	169079	168219	167487
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1470464</b>	<b>1616562</b>	<b>1721898</b>	<b>1850625</b>
净利润	18347	21647	25504	30173	短期借款	1197	19500	19500	19500
少数股东损益	8664	8006	9918	11734	应付票据及应付账款	162704	183522	216029	260233
非现金支出	3576	1435	1253	1225	预收账款	894	973	1155	1391
非经营收益	-1413	-749	-3823	-8333	其它流动负债	677485	754072	791949	836382
营运资金变动	-21751	-43829	-29768	-34107	流动负债合计	842280	958068	1028632	1117505
<b>经营活动现金流</b>	<b>7422</b>	<b>-13489</b>	<b>3084</b>	<b>691</b>	长期借款	242482	247482	252482	257482
资产	-106	120	25	75	其它长期负债	63510	63510	63510	63510
投资	-4475	200	-50	-200	非流动负债合计	305992	310992	315992	320992
其他	5218	7050	9850	14410	<b>负债总计</b>	<b>1148273</b>	<b>1269060</b>	<b>1344625</b>	<b>1438498</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>637</b>	<b>7370</b>	<b>9825</b>	<b>14285</b>	实收资本	11970	11970	11970	11970
债权募资	37197	18303	0	5000	归属于母公司所有者权益	196264	213568	233421	256542
股权募资	2674	2000	2000	2000	少数股东权益	125927	133934	143852	155585
其他	-42886	-8214	-8953	-15454	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1470464</b>	<b>1616562</b>	<b>1721898</b>	<b>1850625</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3015</b>	<b>12088</b>	<b>-6953</b>	<b>-8454</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>5044</b>	<b>5969</b>	<b>5956</b>	<b>6522</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华侨城 A, 中国国贸, 新湖中宝, 碧桂园, 华润置地, 保利物业, 碧桂园服务, 天健集团, 建发股份, 卓越商企服务, 融创服务, 万物云, 保利发展, 锦和商管, 华发股份, 金地集团, 龙湖集团, 中国海外发展, 招商蛇口, 张江高科, 美的置业, 远洋服务, 越秀服务, 首开股份, 陆家嘴, 万科 A, 绿城中国, 中国金茂, 建发国际集团, 新城控股

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。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报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。