

## 深耕核心城市区域，财务保持稳健

### 投资要点

- **业绩点评:** 2022年公司实现营业收入2810.2亿元，由于合并范围内房地产项目竣工交接结转规模减少，同比下降1.37%；实现归母净利润183亿元，同比下降33.0%。报告期内公司毛利率为21.97%，同比下降4.76pp。公司严格管控费用开支，整体费用降幅大于营业收入降幅，其中管理费用47.44亿元，同比下降12.7%。
- **深耕核心城市，市占率连续7年提升。** 2022年公司实现销售金额4573.01亿元，同比下降14.51%，优于市场总体表现，市场占有率达3.4%，连续7年上升；销售面积2747.95万平方米，同比下降17.55%。公司始终坚持深耕核心城市区域，重点布局的38个核心城市销售贡献达86%，同比上升8%。珠三角、长三角销售贡献达56%，同比增加3%。26个城市销售规模排名第一，51个城市销售规模排名第三，较去年分别增加8、9个。
- **积极补充高质量土储，持续优化资源布局。** 2022年累计拓展项目91个，总地价1613亿元；新增容积率面积1054万平方米，新增拿地金额达1613亿元，拿地销售金额比为35.27%。其中下半年新拓展项目总地价1007亿元，占2022年全年62%。持续聚焦“核心城市+城市群”，38个核心城市拓展金额占比达到98%，同比上升8%。
- **“三道红线”绿档达标，财务保持稳健。** 报告期末公司资产负债率为68.4%，净负债率为63.6%，现金短债比为1.57，“三道红线”均绿档达标，财务保持稳健。公司有息负债3813亿元，综合融资成本约为3.92%，同比下降0.54%，其中公司提高直接融资占比，累计发行公司债113亿元，中期票据150亿元，累计规模增长40.72%，直接平均融资成本为2.88%，公司融资优势突出。报告期内回笼资金4271亿元，回笼率达到93.4%，连续四年超过93%；公司以销定产实现经营性现金流净额74亿元，连续5年为正。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润复合增速为12.6%，考虑到公司业绩稳健、销售表现优于同行，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竣工交付或低于预期、拿地和销售回款或低于预期、地产调控风险等。

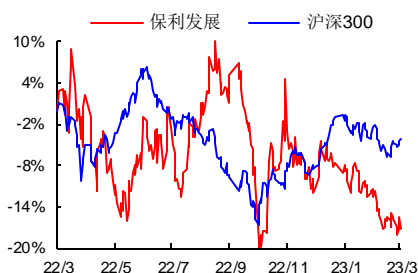
| 指标/年度         | 2022A     | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 281108.24 | 317897.33 | 353129.69 | 385618.25 |
| 增长率           | -1.37%    | 13.09%    | 11.08%    | 9.20%     |
| 归属母公司净利润(百万元) | 18346.82  | 21787.63  | 24030.61  | 26166.54  |
| 增长率           | -33.01%   | 18.75%    | 10.29%    | 8.89%     |
| 每股收益EPS(元)    | 1.53      | 1.82      | 2.01      | 2.19      |
| 净资产收益率ROE     | 8.38%     | 8.62%     | 8.86%     | 8.90%     |
| PE            | 9.2       | 7.8       | 7.0       | 6.5       |
| PB            | 0.52      | 0.47      | 0.43      | 0.40      |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠  
执业证号: S1250522100001  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn  
联系人: 刘洋  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 119.70      |
| 流通A股(亿股)    | 119.70      |
| 52周内股价区间(元) | 13.61-19.32 |
| 总市值(亿元)     | 1,691.42    |
| 总资产(亿元)     | 13,999.33   |
| 每股净资产(元)    | 14.78       |

### 相关研究

1. 保利发展(600048):持续优化资源布局, 融资优势突出 (2022-11-01)
2. 保利发展(600048):深化核心城市布局, 融资优势愈加凸显 (2022-08-31)
3. 保利发展(600048):业绩增长稳健, 6月销售增速转正 (2022-07-15)
4. 保利发展(600048):深耕战略效果显著, 相关产业多元发展 (2022-04-19)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：考虑到公司销售较为稳健，且公司逆势补充土储，未来可售货值充足，预计 2023-2025 年公司房地产结算金额增速为 12%/10%/8%；

假设 2：2023-2025 年公司其它主营业务营收增速为 25%/22%/20%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 |     | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 房地产    | 收入  | 256578   | 287367   | 316104   | 341392   |
|        | 增速  | -1.6%    | 12.0%    | 10.0%    | 8.0%     |
|        | 毛利率 | 21.8%    | 22.0%    | 22.0%    | 22.0%    |
| 其它主营业务 | 收入  | 23503    | 29378    | 35842    | 43010    |
|        | 增速  | 1.8%     | 25.0%    | 22.0%    | 20.0%    |
|        | 毛利率 | 21.7%    | 22.0%    | 22.0%    | 22.0%    |
| 其他业务   | 收入  | 1028     | 1049     | 1070     | 1091     |
|        | 增速  | -12.0%   | 2.0%     | 2.0%     | 2.0%     |
|        | 毛利率 | 83.4%    | 82.0%    | 82.0%    | 82.0%    |
| 合计     | 收入  | 281016.7 | 317793.8 | 353014.7 | 385492.7 |
|        | 增速  | -1.4%    | 13.1%    | 11.1%    | 9.2%     |
|        | 毛利率 | 22.0%    | 22.2%    | 22.2%    | 22.2%    |

数据来源：wind，西南证券

## 风险提示

竣工交付或低于预期、拿地和销售回款或低于预期、地产调控风险等。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2022A            | 2023E            | 2024E            | 2025E            | 现金流量表 (百万元)       | 2022A          | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 281108.2         | 317897.3         | 353129.7         | 385618.2         | 净利润               | 27011.1        | 31200.9         | 34729.1         | 37700.4         |
| 营业成本          | 219228.0         | 247330.5         | 274799.2         | 300127.4         | 折旧与摊销             | 1691.1         | 683.1           | 690.2           | 697.8           |
| 营业税金及附加       | 13121.2          | 15894.9          | 17656.5          | 19280.9          | 财务费用              | 3686.5         | 3968.9          | 4456.9          | 4676.0          |
| 销售费用          | 7529.7           | 8265.3           | 9181.4           | 10026.1          | 资产减值损失            | -1155.6        | -1271.2         | -1386.7         | -1502.3         |
| 管理费用          | 4744.4           | 6357.9           | 6356.3           | 6941.1           | 经营营运资本变动          | -41802.0       | -19001.6        | -33021.9        | -47438.7        |
| 财务费用          | 3686.5           | 3968.9           | 4456.9           | 4676.0           | 其他                | 17991.4        | -2874.2         | -2655.6         | -2736.3         |
| 资产减值损失        | -1155.6          | -1271.2          | -1386.7          | -1502.3          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>7422.4</b>  | <b>12705.9</b>  | <b>2811.9</b>   | <b>-8603.0</b>  |
| 投资收益          | 4201.0           | 4201.0           | 4201.0           | 4201.0           | 资本支出              | 1133.7         | -100.0          | -130.0          | -130.0          |
| 公允价值变动损益      | -141.8           | -141.8           | -141.8           | -141.8           | 其他                | -496.4         | -12012.3        | -13320.2        | -14658.8        |
| 其他经营损益        | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>637.3</b>   | <b>-12112.3</b> | <b>-13450.2</b> | <b>-14788.8</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>34693.2</b>   | <b>41410.1</b>   | <b>46125.4</b>   | <b>50128.1</b>   | 短期借款              | -2896.2        | 1802.7          | 1000.0          | 1000.0          |
| 其他非经营损益       | 607.4            | 526.5            | 553.5            | 544.5            | 长期借款              | 10578.9        | 12000.0         | 12000.0         | 15000.0         |
| <b>利润总额</b>   | <b>35300.6</b>   | <b>41936.7</b>   | <b>46678.8</b>   | <b>50672.6</b>   | 股权融资              | -190.9         | -5.8            | 0.0             | 0.0             |
| 所得税           | 8289.5           | 10735.8          | 11949.8          | 12972.2          | 支付股利              | -3159.5        | -5504.0         | -6536.3         | -7209.2         |
| 净利润           | 27011.1          | 31200.9          | 34729.1          | 37700.4          | 其他                | -7347.6        | 48.0            | -10399.0        | -17154.5        |
| 少数股东损益        | 8664.3           | 9413.2           | 10698.4          | 11533.9          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-3015.4</b> | <b>8340.8</b>   | <b>-3935.3</b>  | <b>-8363.7</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 18346.8          | 21787.6          | 24030.6          | 26166.5          | <b>现金流量净额</b>     | <b>5181.9</b>  | <b>8934.4</b>   | <b>-14573.6</b> | <b>-31755.5</b> |
|               |                  |                  |                  |                  |                   |                |                 |                 |                 |
| 资产负债表 (百万元)   | 2022A            | 2023E            | 2024E            | 2025E            | 财务分析指标            | 2022A          | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
| 货币资金          | 176537.1         | 201452.3         | 201259.9         | 189841.1         | <b>成长能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 184019.7         | 207987.3         | 231065.4         | 252340.1         | 销售收入增长率           | -1.37%         | 13.09%          | 11.08%          | 9.20%           |
| 存货            | 877893.2         | 949433.0         | 1005698.1        | 1077821.4        | 营业利润增长率           | -30.15%        | 19.36%          | 11.39%          | 8.68%           |
| 其他流动资产        | 61950.6          | 69545.2          | 77236.2          | 84328.3          | 净利润增长率            | -27.37%        | 15.51%          | 11.31%          | 8.56%           |
| 长期股权投资        | 106249.6         | 116249.6         | 127249.6         | 139249.6         | EBITDA 增长率        | -26.56%        | 14.95%          | 11.31%          | 8.25%           |
| 投资性房地产        | 30784.9          | 33863.4          | 37249.7          | 40974.7          | <b>获利能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 10717.8          | 10188.9          | 9675.6           | 9157.6           | 毛利率               | 22.01%         | 22.20%          | 22.18%          | 22.17%          |
| 无形资产和开发支出     | 437.8            | 420.6            | 410.7            | 397.8            | 三费率               | 5.68%          | 5.85%           | 5.66%           | 5.61%           |
| 其他非流动资产       | 21873.7          | 24829.7          | 27785.7          | 30741.8          | 净利率               | 9.61%          | 9.81%           | 9.83%           | 9.78%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>1470464.4</b> | <b>1613969.9</b> | <b>1717630.9</b> | <b>1824852.5</b> | ROE               | 8.38%          | 8.62%           | 8.86%           | 8.90%           |
| 短期借款          | 1197.3           | 3000.0           | 4000.0           | 5000.0           | ROA               | 1.84%          | 1.93%           | 2.02%           | 2.07%           |
| 应付和预收款项       | 177292.3         | 189724.0         | 212181.2         | 231745.4         | ROIC              | 7.78%          | 8.29%           | 8.63%           | 8.52%           |
| 长期借款          | 242482.5         | 254482.5         | 266482.5         | 281482.5         | EBITDA/销售收入       | 14.25%         | 14.49%          | 14.52%          | 14.39%          |
| 其他负债          | 727300.8         | 804930.5         | 842941.6         | 883107.7         | <b>营运能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>1148272.9</b> | <b>1252137.0</b> | <b>1325605.2</b> | <b>1401335.5</b> | 总资产周转率            | 0.20           | 0.21            | 0.21            | 0.22            |
| 股本            | 11970.4          | 11970.4          | 11970.4          | 11970.4          | 固定资产周转率           | 26.24          | 32.17           | 37.72           | 43.59           |
| 资本公积          | 17626.2          | 17620.4          | 17620.4          | 17620.4          | 应收账款周转率           | 76.08          | 73.78           | 73.15           | 72.55           |
| 留存收益          | 157618.1         | 173901.7         | 191396.0         | 210353.4         | 存货周转率             | 0.26           | 0.27            | 0.28            | 0.29            |
| 归属母公司股东权益     | 196264.4         | 226492.6         | 245986.9         | 265944.3         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.71%        | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 125927.1         | 135340.3         | 146038.8         | 157572.7         | <b>资本结构</b>       |                |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>322191.5</b>  | <b>361832.9</b>  | <b>392025.7</b>  | <b>423517.0</b>  | 资产负债率             | 78.09%         | 77.58%          | 77.18%          | 76.79%          |
| 负债和股东权益合计     | 1470464.4        | 1613969.9        | 1717630.9        | 1824852.5        | 带息债务/总负债          | 26.25%         | 25.17%          | 24.76%          | 24.56%          |
|               |                  |                  |                  |                  | 流动比率              | 1.54           | 1.53            | 1.52            | 1.52            |
|               |                  |                  |                  |                  | 速动比率              | 0.50           | 0.51            | 0.51            | 0.50            |
|               |                  |                  |                  |                  | 股利支付率             | 17.22%         | 25.26%          | 27.20%          | 27.55%          |
|               |                  |                  |                  |                  | <b>每股指标</b>       |                |                 |                 |                 |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股收益              | 1.53           | 1.82            | 2.01            | 2.19            |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股净资产             | 26.92          | 30.23           | 32.75           | 35.38           |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股经营现金            | 0.62           | 1.06            | 0.23            | -0.72           |
|               |                  |                  |                  |                  | 每股股利              | 0.26           | 0.46            | 0.55            | 0.60            |
| 业绩和估值指标       | 2022A            | 2023E            | 2024E            | 2025E            |                   |                |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 40070.78         | 46062.09         | 51272.43         | 55501.99         |                   |                |                 |                 |                 |
| PE            | 9.22             | 7.76             | 7.04             | 6.46             |                   |                |                 |                 |                 |
| PB            | 0.52             | 0.47             | 0.43             | 0.40             |                   |                |                 |                 |                 |
| PS            | 0.60             | 0.53             | 0.48             | 0.44             |                   |                |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 6.49             | 5.26             | 4.84             | 4.83             |                   |                |                 |                 |                 |
| 股息率           | 1.87%            | 3.25%            | 3.86%            | 4.26%            |                   |                |                 |                 |                 |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 销售经理       | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyfy@swsc.com.cn    |
|    | 李煜  | 销售经理       | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 谭世泽 | 销售经理       | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
| 北京 | 卞黎旻 | 销售经理       | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杜小双 | 高级销售经理     | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 杨薇  | 高级销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 胡青璇 | 销售经理       | 18800123955  | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn      |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理       | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 巢语欢 | 销售经理       | 13667084989  | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理       | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理       | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理       | 18208801355  | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售经理       | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 丁凡  | 销售经理       | 15559989681  | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |