

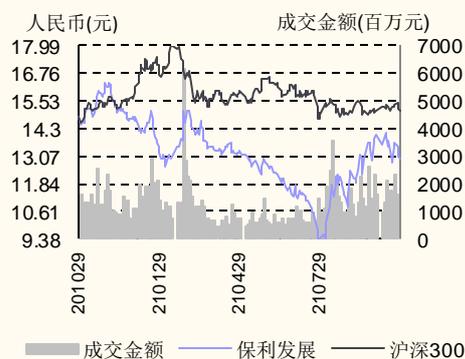
## 保利发展 (600048.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 12.93 元  
 目标价格 (人民币): 21.36-21.36 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	119.70
已上市流通 A 股(亿股)	119.70
总市值(亿元)	1,547.73
年内股价最高最低(元)	16.34/9.38
沪深 300 指数	4864
上证指数	3518



## 相关报告

- 1.《调控环境下相对优势明显-保利地产年报点评》，2021.4.20
- 2.《结算平稳，销售增长潜力较高-保利地产三季报点评》，2020.10.30

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001  
 duhaomin@gjzq.com.cn

## 收入利润保持增长，现金充裕积极拿地

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,970	243,154	283,378	328,534	377,814
营业收入增长率	21.3%	3.0%	16.5%	15.9%	15.0%
归母净利润(百万元)	27,959	28,948	29,954	32,633	37,563
归母净利润增长率	47.9%	3.5%	3.5%	8.9%	15.1%
摊薄每股收益(元)	2.34	2.42	2.50	2.73	3.14
每股经营性现金流净额	3.08	1.40	1.56	5.47	5.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.9%	16.1%	16.8%	16.5%	17.1%
P/E	6.91	6.54	5.17	4.74	4.12
P/B	1.24	1.05	0.87	0.78	0.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2021年10月28日，保利发展发布三季报。2021年前三季度公司实现收入1385亿元，同比+18%，Q3单季度收入485亿元，同比+11%；前三季度归母净利润136亿元，同比+2.9%，Q3单季度归母净利润33亿元，同比+6.7%。

## 点评

- 毛利率延续下滑趋势，净利润保持增长。公司2021年1-9月的毛利率为29.8%，相较去年同期下滑4.2pcts；Q3单季度毛利率为24.9%，相较去年同期下滑6.3pcts。虽然公司毛利率同行业保持下滑趋势，但总体盈利水平仍高于行业。公司2021年Q3单季度归母净利润33亿元，同比增速达6.7%，相较今年前两个季度增速有所加快。
- 累计销售保持小幅增长，回笼率保持高水平。虽然公司9月单月销售金额同比下滑28%，但2021年1-9月累计签约金额达4102亿元，签约面积2544万平方米，分别同比增长12%和4.1%。公司2021年1-9月实现销售回笼资金3672亿元，回笼率达到89.5%，保持行业较高水准。
- 财务指标稳健，融资成本下降。截至3Q21，公司账面货币资金达1321亿元，为短期借款及一年内到期的非流动负债的2.3倍，短期偿债能力较强；扣除预收款后的资产负债率为65.6%，满足三条红线的要求。2021年7月，公司发行了合计11亿元的住房租赁专项公司债券，其中3年期和5年期对应利率分别为3.17%和3.45%，融资成本进一步下降。当前房地产行业整体面临现金流紧张的局面，公司在手现金充裕，且融资成本较低，这将助力公司在后续竞争中抢得先机。
- 积极补充土储，聚焦核心38城。2021年1-9月，公司积极补充土储，新拓展项目113个，总成本1434亿元，其中38个核心城市项目金额占比达75%。

## 投资建议

- 考虑到3Q21毛利率的下滑，我们小幅下调盈利预测，将2021-23年EPS由2.62元、2.85元、3.16元下调至2.50元、2.73元、3.14元，幅度分别为-4.4%、-4.5%、-0.6%。考虑到后续调控政策或有边际改善，我们预计公司估值将得到修复，故仍维持21.36元/股的目标价，对应2021-22年PE分别为8.5x和7.8x，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 销售增速不及预期；毛利率下滑幅度超预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	194,551	235,970	243,154	283,378	328,534	377,814	货币资金	113,431	139,419	146,008	135,232	200,427	272,230
增长率	32.6%	21.3%	3.0%	16.5%	15.9%	15.0%	应收账款	121,396	134,970	155,697	169,376	194,430	221,393
主营业务成本	(131,339)	(153,450)	(163,951)	(191,877)	(223,357)	(256,861)	存货	474,505	584,001	741,475	814,005	886,423	980,720
%销售收入	67.5%	65.0%	67.4%	67.7%	68.0%	68.0%	其他流动资产	57,469	79,023	94,838	110,509	118,807	127,643
毛利	63,212	82,521	79,203	91,501	105,176	120,953	流动资产	766,802	937,414	1,138,017	1,229,121	1,400,088	1,601,986
%销售收入	32.5%	35.0%	32.6%	32.3%	32.0%	32.0%	%总资产	90.6%	90.7%	90.9%	91.8%	92.5%	93.1%
营业税金及附加	(16,122)	(21,841)	(18,495)	(21,555)	(24,990)	(28,738)	长期投资	70,008	81,666	96,443	99,643	102,843	106,043
%销售收入	8.3%	9.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	固定资产	5,472	7,967	8,205	8,869	9,569	10,310
营业费用	(5,912)	(6,681)	(6,877)	(8,014)	(9,199)	(9,445)	%总资产	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
%销售收入	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.5%	无形资产	523	970	1,056	1,451	1,814	2,148
管理费用	(3,495)	(4,233)	(4,315)	(4,959)	(5,749)	(6,612)	非流动资产	79,692	95,795	113,357	110,001	114,263	118,535
%销售收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	9.4%	9.3%	9.1%	8.2%	7.5%	6.9%
研发费用	-41	-56	-1,260	-68	-78	-90	<b>资产总计</b>	<b>846,494</b>	<b>1,033,209</b>	<b>1,251,375</b>	<b>1,339,123</b>	<b>1,514,351</b>	<b>1,720,521</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	48,718	66,459	64,576	44,210	35,368	38,905
息税前利润 (EBIT)	37,641	49,710	48,255	56,906	65,160	76,067	应付款项	102,983	213,211	292,004	329,156	383,029	439,520
%销售收入	19.3%	21.1%	19.8%	20.1%	19.8%	20.1%	其他流动负债	293,196	320,030	395,178	429,008	495,730	570,112
财务费用	(2,585)	(2,582)	(3,160)	(2,086)	(2,102)	(1,718)	流动负债	444,897	599,700	751,758	802,374	914,128	1,048,537
%销售收入	1.3%	1.1%	1.3%	0.7%	0.6%	0.5%	长期贷款	181,874	172,072	207,160	227,876	250,664	275,731
资产减值损失	(2,351)	1,202	(779)	(815)	(72)	(94)	其他长期负债	33,229	31,914	25,819	27,592	30,343	33,372
公允价值变动收益	190	713	53	2,400	0	0	<b>负债</b>	<b>660,000</b>	<b>803,687</b>	<b>984,737</b>	<b>1,057,843</b>	<b>1,195,135</b>	<b>1,357,640</b>
投资收益	2,690	3,702	6,141	6,000	5,000	4,000	<b>普通股股东权益</b>	<b>121,923</b>	<b>156,022</b>	<b>180,231</b>	<b>178,024</b>	<b>197,603</b>	<b>220,141</b>
%税前利润	7.5%	7.3%	11.7%	9.6%	7.4%	5.1%	其中股本	11,895	11,933	11,968	11,968	11,968	11,968
营业利润	35,593	50,402	52,265	62,405	67,985	78,255	未分配利润	84,559	106,308	124,468	142,440	162,020	184,558
营业利润率	18.3%	21.4%	21.5%	22.0%	20.7%	20.7%	少数股东权益	64,572	73,500	86,407	103,256	121,612	142,741
营业外收支	188	128	273	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>846,494</b>	<b>1,033,209</b>	<b>1,251,375</b>	<b>1,339,123</b>	<b>1,514,351</b>	<b>1,720,521</b>
税前利润	35,780	50,531	52,538	62,405	67,985	78,255							
利润率	18.4%	21.4%	21.6%	22.0%	20.7%	20.7%							
所得税	(9,631)	(12,977)	(12,490)	(15,601)	(16,996)	(19,564)	<b>比率分析</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税率	26.9%	25.7%	23.8%	25.0%	25.0%	25.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	26,149	37,554	40,048	46,804	50,989	58,691	每股收益	1.59	2.34	2.42	2.50	2.73	3.14
少数股东损益	7,245	9,595	11,100	16,849	18,356	21,129	每股净资产	10.25	13.08	15.06	14.87	16.51	18.39
归属于母公司的净利润	18,904	27,959	28,948	29,954	32,633	37,563	每股经营现金净流	1.00	3.08	1.40	1.56	5.47	5.06
净利率	9.7%	11.8%	11.9%	10.6%	9.9%	9.9%	每股股利	0.50	0.82	0.73	1.00	1.09	1.26
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	15.5%	17.9%	16.1%	16.8%	16.5%	17.1%
							总资产收益率	2.2%	2.7%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
							投入资本收益率	6.1%	7.4%	6.5%	7.3%	7.7%	8.0%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	32.9%	21.3%	3.0%	16.5%	15.9%	15.0%
							EBIT增长率	43.1%	32.1%	-2.9%	17.9%	14.5%	16.7%
							净利润增长率	21.0%	47.9%	3.5%	3.5%	8.9%	15.1%
							总资产增长率	21.5%	22.1%	21.1%	7.0%	13.1%	13.6%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	3.6	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2
							存货周转天数	1,269	1,259	1,475	1,550	1,450	1,395
							应付账款周转天数	127	180	269	269	269	269
							固定资产周转天数	9	12	11	10	9	9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	80.3%	56.8%	56.3%	58.2%	36.1%	20.7%
							EBIT利息保障倍数	14.6	19.3	15.3	27.3	31.0	44.3
							资产负债率	78.0%	77.8%	78.7%	79.0%	78.9%	78.9%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	9	33	73	137	231
增持	0	5	7	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.09	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-22	买入	17.07	21.36 ~ 21.36
2	2020-10-30	买入	15.76	21.36 ~ 21.36
3	2021-04-20	买入	14.57	21.36 ~ 21.36

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402