

## 保利发展(600048.SH)

### 毛利率下滑致业绩承压，销售稳增财务稳健

#### 推荐 (维持)

股价：16.15 元

#### 主要数据

行业	房地产
公司网址	www.poly.cn.com
大股东/持股	保利南方集团有限公司/37.69%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	11,970
流通 A 股(百万股)	11,970
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	1,933
流通 A 股市值(亿元)	1,933
每股净资产(元)	13.74
资产负债率(%)	77.9

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**杨侃**  
 投资咨询资格编号  
 S1060514080002  
 BQV514  
 YANGKAN034@pingan.com.cn

**郑茜文**  
 投资咨询资格编号  
 S1060520090003  
 ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



#### 事项:

保利发展公布 2021 年业绩快报, 预计 2021 年营业总收入同比增长 17.2%, 利润总额同比下降 4.8%, 归母净利润同比下降 4.7%, 对应每股 EPS 2.3 元。

#### 平安观点:

- **毛利率下滑影响业绩表现。**公司 2021 年预计实现营业总收入 2850.5 亿元, 同比增长 17.2%; 营业利润及利润总额同比分别下降 4.85%、4.83%; 归母净利润 275.8 亿元, 同比下降 4.7%。利润下滑主要由于结转项目毛利率下降。2021 年营业利润占营收比重 17.4%, 较 2020 年降 4 个百分点。2021 年归母净利润占利润总额 55.2%, 较 2020 年微升 0.05 个百分点, 少数股东损益占比整体稳定。
- **销售额稳步增长, 财务维持稳健。**公司 2021 年实现销售金额 5349.3 亿元, 同比增长 6.4%; 销售面积 3333 万平米, 同比下降 2.2%; 销售均价 16049 元/平米, 同比增长 8.8%。2021 年新增建面 2722.3 万平米, 同比下降 14.6%, 总地价 1856.8 亿元, 同比下降 21.1%; 拿地销售面积比、拿地销售金额比分别为 81.7%、34.7%, 较 2020 年降 11.8 个、12.1 个百分点。2021 年平均楼面价 6821 元/平米, 为同期销售均价的 42.5%, 较 2020 年降 7.6 个百分点。尽管拿地强度降低, 但公司三季度末在建面积 1.5 亿平米, 待开发面积 7153 万平米, 总可售货源仍相对充足。三季度末剔除预收款后的资产负债率 65.6%、净负债率 67.6%, 现金短债比 2.3 倍, 持续符合“三条红线”绿档标准。
- **投资建议:** 考虑短期行业阵痛带来的结算毛利率承压及销售放缓, 下调公司 2021-2023 年 EPS 预测至 2.30 元(原为 2.57 元)、2.40 元(2.79 元)、2.48 元(3.02 元), 当前股价对应 PE 分别为 7.0 倍、6.7 倍、6.5 倍。公司财务稳健、融资优势延续, 有望借助短期政策改善春风扩大领先优势; 中长期“三稳”导向下行业由粗放型发展向精细化运营转变, 公司凭借运营、管控等优势, 市占率亦有望稳步提升, 维持“推荐”评级。

- **风险提示:** 1) 若楼市去化压力延续, 导致销售以价换量, 将带来减值风

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,934	243,095	284,907	316,247	341,230
YOY(%)	21.3	3.0	17.2	11.0	7.9
净利润(百万元)	27,959	28,948	27,577	28,766	29,726
YOY(%)	47.9	3.5	-4.7	4.3	3.3
毛利率(%)	35.0	32.6	27.5	26.0	25.0
净利率(%)	11.9	11.9	9.7	9.1	8.7
ROE(%)	17.9	16.1	13.9	13.2	12.5
EPS(摊薄/元)	2.34	2.42	2.30	2.40	2.48
P/E(倍)	6.9	6.7	7.0	6.7	6.5
P/B(倍)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

险；2）若政策呵护力度有限，楼市调整幅度、时间超出预期，将对公司规模发展产生负面影响；3）若地市持续遇冷，公司土地获取不足，将对后续货量供应形成冲击。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1,136,226	1,208,597	1,365,116	1,488,483
现金	146,008	174,170	198,163	218,166
应收票据及应收账款	3,995	3,301	3,665	3,954
其他应收款	153,245	171,726	190,616	205,675
预付账款	42,197	46,409	51,514	55,584
存货	741,475	763,981	866,846	946,564
其他流动资产	49,305	49,010	54,312	58,540
<b>非流动资产</b>	115,149	119,485	124,796	130,663
长期投资	72,550	77,350	83,062	88,994
固定资产	7,699	7,677	7,718	7,815
无形资产	430	358	287	215
其他非流动资产	34,471	34,100	33,729	33,638
<b>资产总计</b>	1,251,375	1,328,082	1,489,912	1,619,145
<b>流动负债</b>	751,758	782,503	876,208	950,706
短期借款	4,777	0	0	0
应付票据及应付账款	151,483	140,959	159,702	174,647
其他流动负债	595,498	641,543	716,506	776,059
<b>非流动负债</b>	232,979	250,037	288,027	311,623
长期借款	232,255	249,313	287,303	310,899
其他非流动负债	724	724	724	724
<b>负债合计</b>	984,737	1,032,539	1,164,236	1,262,330
少数股东权益	86,407	96,602	107,236	118,226
股本	11,968	11,970	11,970	11,970
资本公积	18,313	18,327	18,327	18,327
留存收益	149,950	168,643	188,142	208,292
<b>归属母公司股东权益</b>	180,231	198,941	218,439	238,589
<b>负债和股东权益</b>	1,251,375	1,328,082	1,489,912	1,619,145

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	15,150	29,066	39	10,986
净利润	40,048	37,772	39,400	40,716
折旧摊销	1,295	864	901	665
财务费用	3,160	3,652	3,771	3,848
投资损失	-6,141	-5,491	-6,403	-6,624
营运资金变动	-22,067	-8,687	-38,820	-28,865
其他经营现金流	-1,144	957	1,189	1,245
<b>投资活动现金流</b>	-6,927	-666	-998	-1,154
资本支出	42	400	500	600
长期投资	-9,069	0	0	0
其他投资现金流	2,099	-1,066	-1,498	-1,754
<b>筹资活动现金流</b>	-1,878	-238	24,953	10,172
短期借款	1,644	-4,777	0	0
长期借款	28,638	17,058	37,991	23,596
其他筹资现金流	-32,159	-12,519	-13,038	-13,424
<b>现金净增加额</b>	6,306	28,162	23,993	20,003

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	243,095	284,907	316,247	341,230
营业成本	163,951	206,558	234,023	255,923
税金及附加	18,495	20,008	22,208	23,963
营业费用	6,877	6,654	6,906	6,978
管理费用	4,315	4,352	4,423	4,091
研发费用	1,260	535	594	641
财务费用	3,160	3,652	3,771	3,848
资产减值损失	849	995	1,105	1,192
信用减值损失	-71	-90	-100	-107
其他收益	152	152	152	152
公允价值变动收益	53	713	713	713
投资净收益	6,141	5,491	6,403	6,624
资产处置收益	-10	-3	-3	-3
<b>营业利润</b>	52,265	50,475	52,659	54,425
营业外收入	409	376	376	376
营业外支出	136	180	180	180
<b>利润总额</b>	52,538	50,671	52,856	54,621
所得税	12,490	12,899	13,455	13,905
<b>净利润</b>	40,048	37,772	39,400	40,716
少数股东损益	11,100	10,195	10,635	10,990
<b>归属母公司净利润</b>	28,948	27,577	28,766	29,726
EBITDA	56,993	55,187	57,528	59,134
EPS (元)	2.42	2.30	2.40	2.48

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	3.0	17.2	11.0	7.9
营业利润(%)	3.7	-3.4	4.3	3.4
归属于母公司净利润(%)	3.5	-4.7	4.3	3.3
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	32.6	27.5	26.0	25.0
净利率(%)	11.9	9.7	9.1	8.7
ROE(%)	16.1	13.9	13.2	12.5
ROIC(%)	10.1	8.3	8.0	7.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	78.7	77.7	78.1	78.0
净负债比率(%)	34.1	25.4	27.4	26.0
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	60.9	86.8	86.8	86.8
应付账款周转率	1.2	1.6	1.6	1.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.42	2.30	2.40	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	2.43	0.00	0.92
每股净资产(最新摊薄)	13.37	14.93	16.56	18.25
<b>估值比率</b>				
P/E	6.7	7.0	6.7	6.5
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.6	9.3	9.6	9.8

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033