

保利发展 (600048.SH) 买入 (维持评级)

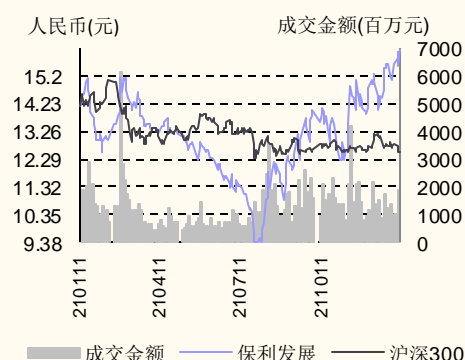
公司点评

市场价格 (人民币): 16.15 元

目标价格 (人民币): 19.60 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)	1,933.17
年内股价最高最低(元)	16.15/9.38
沪深 300 指数	4822
上证指数	3580



相关报告

1. 《收入利润保持增长，现金充裕积极拿地-保利发展三季报点评》，2021.10.29

2. 《调控环境下相对优势明显-保利地产年报点评》，2021.4.20

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

王祎馨 联系人

结算毛利率下降，归母净利润低于预期

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,934	243,095	284,922	327,660	376,809
营业收入增长率	21.3%	3.0%	17.2%	15.0%	15.0%
归母净利润(百万元)	27,959	28,948	27,618	30,215	34,797
归母净利润增长率	47.9%	3.5%	-4.6%	9.4%	15.2%
摊薄每股收益(元)	2.34	2.42	2.31	2.52	2.91
每股经营性现金流净额	3.08	1.40	-0.45	5.47	4.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.9%	16.1%	15.6%	15.5%	16.1%
P/E	6.91	6.54	7.00	6.40	5.56
P/B	1.24	1.05	1.09	0.99	0.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022 年 1 月 9 日，保利发展公布 2021 年度业绩快报，公司预计 2021 年营业收入 2,850 亿元，同比+17.2%；归母净利润 276 亿元，同比-4.7%。

点评

- 归母净利润略低于预期。**公司 2021 年归母净利润低于我们此前预测大约 8%，主要因为结转项目毛利率下滑幅度超我们预期。随着高价地逐渐结转完毕，我们预计公司今年的结算毛利率相较 2021 年会有小幅恢复。
- 全年销售金额保持正增长，好于行业平均水平。**保利发展 2021 年全年签约销售金额 5,349 亿元，同比增长 6.4%，完成年初目标约 97%，增速和销售目标完成程度均好于行业平均。克而瑞数据显示，百强房企 2021 年全年全口径销售金额同比增速为-3.2%，公布全年销售目标的房企 2021 年销售完成率平均为 88%。
- 受益优秀的主体信用，发债渠道通畅。**今年下半年以来，地产行业流动性紧张成共性，房企暴雷频繁，信用风险蔓延，发债融资渠道受阻。保利发展作为央企，主体信用优异，在融资方面相较民企更为通畅。2021 年 11 月 3 日和 11 月 20 日，保利发展分别发行了 2 笔中期票据，金额分别为 25 亿元人民币和 20 亿元人民币，票面利率分别为 3.25% 和 3.55%。2021 年 11 月 23 日，公司又公布了发行债券的预案公告，预计发行规模不超过 98 亿元人民币，期限不超过 10 年的债券。我们认为在本轮地产行业出清过程中，公司手握大笔现金，有望逆势拿地，未来结算收入和规模仍有望保持正增长。

投资建议

- 公司业绩快报公布的 2021 年业绩不及我们原先盈利预测，考虑到毛利率下滑幅度超预期，后续恢复需要时间，且地产行业整体销售目前尚未企稳，我们下调公司盈利预测，将 2021-23 年 EPS 由 2.50 元、2.73 元、3.14 元下调至 2.31 元、2.52 元、2.91 元，幅度分别为-7.7%、-7.5%、-7.4%。同时下调目标价至 19.60 元/股 (相较此前目标价下调幅度为 7.7%)，对应 2021-23 年 PE 分别为 8.5x 和 7.8x 和 6.7x，维持“买入”评级。

风险提示

- 毛利率修复不及预期；结算收入增速不及预期；未来销售改善程度不及预期

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	194,514	235,934	243,095	284,922	327,660	376,809	货币资金	113,431	139,419	146,008	112,627	179,857	247,396
增长率	32.6%	21.3%	3.0%	17.2%	15.0%	15.0%	应收账款	121,396	134,970	155,697	170,298	193,913	220,804
主营业务成本	(131,339)	(153,450)	(163,951)	(198,481)	(227,949)	(262,141)	存货	474,505	584,001	741,475	842,023	904,645	1,000,881
%销售收入	67.5%	65.0%	67.4%	69.7%	69.6%	69.6%	其他流动资产	57,469	79,023	94,838	112,224	119,994	129,008
毛利	63,175	82,484	79,144	86,440	99,711	114,667	流动资产	766,802	937,414	1,138,017	1,237,173	1,398,409	1,598,088
%销售收入	32.5%	35.0%	32.6%	30.3%	30.4%	30.4%	%总资产	90.6%	90.7%	90.9%	91.8%	92.4%	93.1%
营业税金及附加	(16,122)	(21,841)	(18,495)	(21,672)	(24,923)	(28,662)	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
销售费用	(5,912)	(6,681)	(6,877)	(8,063)	(9,437)	(10,551)	%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%	2.9%	2.8%	无形资产	523	970	1,056	1,451	1,814	2,148
管理费用	(3,495)	(4,233)	(4,315)	(5,043)	(5,963)	(6,858)	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%	7.6%	6.9%
研发费用	-41	-56	-1,260	-1,140	-1,311	-1,507	资产总计	846,494	1,033,209	1,251,375	1,347,174	1,512,672	1,716,624
%销售收入	0.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	48,718	66,459	64,576	44,210	35,368	38,905
息税前利润 (EBIT)	37,604	49,673	48,196	50,522	58,077	67,090	应付款项	102,983	213,211	292,004	341,129	392,072	450,627
%销售收入	19.3%	21.1%	19.8%	17.7%	17.7%	17.8%	其他流动负债	293,196	320,030	395,178	428,120	491,199	564,912
财务费用	(2,585)	(2,582)	(3,160)	(2,216)	(2,351)	(1,979)	流动负债	444,897	599,700	751,758	813,459	918,640	1,054,444
%销售收入	1.3%	1.1%	1.3%	0.8%	0.7%	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)	(843)	(63)	(96)	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	负债	660,000	803,687	984,737	1,068,928	1,199,647	1,363,547
投资收益	2,690	3,702	6,141	6,500	6,000	6,000	普通股股东权益	121,923	156,022	180,231	176,622	194,751	215,629
%税前利润	7.5%	7.3%	11.7%	11.5%	9.7%	8.4%	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	56,363	61,664	71,015	未分配利润	84,559	106,308	124,468	141,039	159,168	180,046
营业利润率	18.3%	21.4%	21.5%	19.8%	18.8%	18.8%	少数股东权益	64,572	73,500	86,407	101,625	118,274	137,448
营业外收支	188	128	273	0	0	0	负债股东权益合计	846,494	1,033,209	1,251,375	1,347,174	1,512,672	1,716,624
税前利润	35,780	50,531	52,538	56,363	61,664	71,015							
利润率	18.4%	21.4%	21.6%	19.8%	18.8%	18.8%							
所得税	(9,631)	(12,977)	(12,490)	(13,527)	(14,799)	(17,044)							
所得税率	26.9%	25.7%	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%							
净利润	26,149	37,554	40,048	42,836	46,864	53,971							
少数股东损益	7,245	9,595	11,100	15,218	16,649	19,174							
归属于母公司的净利润	18,904	27,959	28,948	27,618	30,215	34,797							
净利率	9.7%	11.9%	11.9%	9.7%	9.2%	9.2%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	26,149	37,554	40,048	42,836	46,864	53,971
少数股东损益	7,245	9,595	11,100	15,218	16,649	19,174
非现金支出	3,366	56	2,074	1,331	624	731
非经营收益	1,610	(1,061)	(3,347)	1,750	(1,968)	(1,565)
营运资金变动	(19,231)	202	(22,067)	(51,311)	19,953	31
经营活动现金净流	11,893	36,751	16,708	-5,394	65,473	53,168
资本开支	(595)	(267)	621	(1,546)	(1,622)	(1,707)
投资	(14,019)	(11,760)	(9,039)	(800)	(3,200)	(3,200)
其他	1,155	1,529	1,490	6,500	6,000	6,000
投资活动现金净流	(13,459)	(10,498)	(6,927)	4,154	1,178	1,093
股权募资	12,783	18,042	7,929	(20,180)	0	0
债权募资	57,086	4,129	20,030	2,799	16,703	31,636
其他	(23,210)	(24,930)	(29,876)	(14,750)	(16,118)	(18,354)
筹资活动现金净流	46,659	(2,758)	(1,917)	(32,131)	585	13,282
现金净流量	45,093	23,494	7,863	(33,371)	67,235	67,544

比率分析						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.59	2.34	2.42	2.31	2.52	2.91
每股净资产	10.25	13.08	15.06	14.76	16.27	18.01
每股经营现金净流	1.00	3.08	1.40	-0.45	5.47	4.44
每股股利	0.50	0.82	0.73	0.92	1.01	1.16
回报率						
净资产收益率	15.5%	17.9%	16.1%	15.6%	15.5%	16.1%
总资产收益率	2.2%	2.7%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%
投入资本收益率	6.1%	7.4%	6.5%	6.6%	7.0%	7.3%
增长率						
主营业务收入增长率	32.9%	21.3%	3.0%	17.2%	15.0%	15.0%
EBIT增长率	43.1%	32.1%	-2.9%	4.7%	15.0%	15.5%
净利润增长率	21.0%	47.9%	3.5%	-4.6%	9.4%	15.2%
总资产增长率	21.5%	22.1%	21.1%	7.7%	12.3%	13.5%
资产管理能力						
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
偿债能力						
净负债/股东权益	80.3%	56.8%	56.3%	66.9%	43.4%	28.3%
EBIT利息保障倍数	14.6	19.3	15.3	22.8	24.7	33.9
资产负债率	78.0%	77.8%	78.7%	79.3%	79.3%	79.4%

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	3	35	94	159	294
增持	1	2	6	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.05	1.06	1.06	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
4	2021-10-29	买入	12.93	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