

保利发展(600048.SH)

销售稳增财务稳健，全面推进精益管理

推荐（维持）

04月18日：18.39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) | 2,201 |
| 流通A股市值(亿元) | 2,201 |
| 每股净资产(元) | 14.78 |
| 资产负债率(%) | 78.4 |

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：

公司公布 2021 年年报，实现营业收入 2849.3 亿元，同比增长 17.2%，归母净利润 273.9 亿元，同比下降 5.4%，EPS 2.29 元，与业绩快报基本一致。公司拟每 10 股派发现金红利 5.8 元（含税）。

平安观点：

- **业绩表现平稳，未结仍旧充足：**公司 2021 年实现营收 2849.3 亿元，同比增长 17.2%，归母净利润 273.9 亿元，同比下降 5.4%。利润增速低于营收主要受地产项目利润率下行影响。期内毛利率 26.8%，较 2020 年下降 5.8 个百分点。期末合同负债同比增长 13.8% 至 4160.2 亿元，为近一年营收 1.5 倍，未结资源仍旧充足。2022 年计划竣工 4231 万平米，同比增长 0.9%。
- **销售稳步增长，深耕成效显著：**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，同比上涨 8.8%。其中珠三角、长三角签约销售合计超 2800 亿，占比 53%；单城签约过百亿城市 17 个，较 2020 年增加 2 个，合计销售贡献超 3400 亿元。2021 年新开工 5155 万平米，同比增长 11.3%，2022 年计划新开工 4010 万平米，同比下降 22.2%。
- **拿地保持定力，合理补充高质量资源：**公司 2021 年新拓展项目 145 个，新增建面 2722 万平米，同比下降 15%，总地价 1857 亿元，同比下降 21%；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 42.5%，较 2020 年降 7.6 个百分点。公司注重提升拓展质量及资源把控力，期内新增住宅货量占比 85%，权益占比 72%。坚持“核心城市+城市群”深耕战略，重点补仓销售贡献高的优质区域，新增资源中珠三角、长三角拓展金额占比合计 54%，较 2020 年提升 7 个百分点。
- **融资成本延续下行，三条红线“绿档”达标：**公司 2021 年回笼金额 5020 亿元，回笼率 93.8%，居于行业高位，连续 4 年保持经营活动现金流为正。

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 243,109 | 284,933 | 316,247 | 341,230 | 358,292 |
| YOY(%) | 3.0 | 17.2 | 11.0 | 7.9 | 5.0 |
| 净利润(百万元) | 28,950 | 27,388 | 28,766 | 29,726 | 30,637 |
| YOY(%) | 3.5 | -5.4 | 5.0 | 3.3 | 3.1 |
| 毛利率(%) | 32.6 | 26.8 | 25.0 | 24.0 | 23.8 |
| 净利率(%) | 11.9 | 9.6 | 9.1 | 8.7 | 8.6 |
| ROE(%) | 16.1 | 14.0 | 13.2 | 12.3 | 11.5 |
| EPS(摊薄/元) | 2.42 | 2.29 | 2.40 | 2.48 | 2.56 |
| P/E(倍) | 7.6 | 8.0 | 7.7 | 7.4 | 7.2 |
| P/B(倍) | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |

期末有息负债综合融资成本 4.46%，同比降 31BP，延续下行。期末剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 69.2%、55.1%、2.63 倍，符合“三道红线”绿档标准。

- **全面推进精益管理，不动产生态持续扩张：**公司主动优化组织结构，在总部层面精简架构，加强引领与赋能作用；设立华东、华南两大区域共享中心，以标准化为抓手，促进区域资源整合；在区域层面进行组织裂变，提升市场聚焦度，保持管理灵活性与扁平化；在产业层面进行整合，促进市场化发展。不动产生态方面，保利物业在管面积升至 4.65 亿平米，合同面积升至 6.56 亿平米，稳居行业前列。保利商业开业购物中心 35 个，开业面积 247.5 万平米；保利酒馆开业酒店、会议中心 20 个，客房近 5000 间。期末在营长租公寓项目 43 个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市；不动产金融累计管理基金规模超 1700 亿元，信保基金、保利资本荣获“2021 年度中国最具实力房地产基金 TOP10”。
- **投资建议：**维持此前预测，并新增 2024 年预期，公司存在股权激励行权，按最新股本计算，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.40 元、2.48 元、2.56 元，当前股价对应 PE 分别为 7.7 倍、7.4 倍、7.2 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) 利润持续下行风险；2) 政策呵护力度不及预期，导致楼市调整时间拉长、幅度扩大，公司经营受损风险；3) 楼市去化压力延续带来销售价格下行、前期高价地减值风险。

| 会计年度 | 单位: 百万元 | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 1247342 | 1340456 | 1395803 | 1420094 |
| 现金 | 171384 | 259248 | 289033 | 330638 |
| 应收票据及应收账款 | 3672 | 3915 | 4225 | 4436 |
| 其他应收款 | 157849 | 184329 | 198890 | 208835 |
| 预付账款 | 42686 | 53191 | 57393 | 60262 |
| 存货 | 809656 | 779788 | 781557 | 747995 |
| 其他流动资产 | 62094 | 59985 | 64705 | 67928 |
| 非流动资产 | 152591 | 154354 | 155475 | 156204 |
| 长期投资 | 95089 | 99858 | 104627 | 109396 |
| 固定资产 | 15458 | 16490 | 16880 | 16629 |
| 无形资产 | 404 | 337 | 269 | 202 |
| 其他非流动资产 | 41640 | 37669 | 33698 | 29977 |
| 资产总计 | 1399933 | 1494809 | 1551278 | 1576299 |
| 流动负债 | 818817 | 930170 | 1009951 | 1062041 |
| 短期借款 | 4094 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 139597 | 184248 | 201454 | 212083 |
| 其他流动负债 | 675127 | 745922 | 808496 | 849958 |
| 非流动负债 | 278201 | 228815 | 171495 | 109376 |
| 长期借款 | 277610 | 228223 | 170903 | 108784 |
| 其他非流动负债 | 592 | 592 | 592 | 592 |
| 负债合计 | 1097019 | 1158985 | 1181446 | 1171417 |
| 少数股东权益 | 107354 | 117746 | 128486 | 139555 |
| 股本 | 11970 | 11970 | 11970 | 11970 |
| 资本公积 | 17817 | 17818 | 17818 | 17818 |
| 留存收益 | 165773 | 188289 | 211557 | 235538 |
| 归属母公司股东权益 | 195561 | 218078 | 241346 | 265326 |
| 负债和股东权益 | 1399933 | 1494809 | 1551278 | 1576299 |

| 会计年度 | 单位: 百万元 | | | |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 10551 | 155032 | 100510 | 117062 |
| 净利润 | 37189 | 39159 | 40466 | 41706 |
| 折旧摊销 | 2105 | 7006 | 7648 | 8040 |
| 财务费用 | 3386 | 2602 | 1919 | 1698 |
| 投资损失 | -6211 | -5126 | -4871 | -4931 |
| 营运资金变动 | -25935 | 110196 | 54218 | 69404 |
| 其他经营现金流 | 16 | 1194 | 1130 | 1145 |
| 投资活动现金流 | -19987 | -4837 | -5028 | -4983 |
| 资本支出 | 404 | 4000 | 4000 | 4000 |
| 长期投资 | -19260 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -1130 | -8837 | -9028 | -8983 |
| 筹资活动现金流 | 34458 | -62331 | -65698 | -70474 |
| 短期借款 | -683 | -4094 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 45355 | -49387 | -57320 | -62119 |
| 其他筹资现金流 | -10213 | -8851 | -8378 | -8355 |
| 现金净增加额 | 24970 | 87864 | 29785 | 41605 |

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

| 会计年度 | 单位: 百万元 | | | |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 284933 | 316247 | 341230 | 358292 |
| 营业成本 | 208631 | 237185 | 259335 | 273018 |
| 税金及附加 | 15685 | 17408 | 18784 | 19723 |
| 营业费用 | 7384 | 6906 | 6930 | 7703 |
| 管理费用 | 5434 | 4423 | 4436 | 4658 |
| 研发费用 | 1436 | 1103 | 1190 | 1250 |
| 财务费用 | 3386 | 2602 | 1919 | 1698 |
| 资产减值损失 | 95 | -65 | -70 | -74 |
| 信用减值损失 | -153 | -156 | -168 | -177 |
| 其他收益 | 186 | 129 | 129 | 129 |
| 公允价值变动收益 | 246 | 246 | 246 | 246 |
| 投资净收益 | 6211 | 5126 | 4871 | 4931 |
| 资产处置收益 | 16 | 2 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 49670 | 51986 | 53730 | 55384 |
| 营业外收入 | 512 | 424 | 424 | 424 |
| 营业外支出 | 147 | 169 | 169 | 169 |
| 利润总额 | 50035 | 52241 | 53985 | 55639 |
| 所得税 | 12845 | 13082 | 13519 | 13933 |
| 净利润 | 37189 | 39159 | 40466 | 41706 |
| 少数股东损益 | 9802 | 10393 | 10740 | 11069 |
| 归属母公司净利润 | 27388 | 28766 | 29726 | 30637 |
| EBITDA | 55527 | 61849 | 63552 | 65377 |
| EPS (元) | 2.29 | 2.40 | 2.48 | 2.56 |

| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 17.2 | 11.0 | 7.9 | 5.0 |
| 营业利润(%) | -5.0 | 4.7 | 3.4 | 3.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | -5.4 | 5.0 | 3.3 | 3.1 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 26.8 | 25.0 | 24.0 | 23.8 |
| 净利率(%) | 9.6 | 9.1 | 8.7 | 8.6 |
| ROE(%) | 14.0 | 13.2 | 12.3 | 11.5 |
| ROIC(%) | 10.7 | 9.6 | 13.1 | 16.1 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 78.4 | 77.5 | 76.2 | 74.3 |
| 净负债比率(%) | 36.4 | -9.2 | -31.9 | -54.8 |
| 流动比率 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 应收账款周转率 | 77.9 | 80.9 | 80.9 | 80.9 |
| 应付账款周转率 | 1.60 | 1.40 | 1.40 | 1.40 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.29 | 2.40 | 2.48 | 2.56 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.88 | 12.95 | 8.40 | 9.78 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 14.78 | 16.66 | 18.60 | 20.60 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 8.0 | 7.7 | 7.4 | 7.2 |
| P/B | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 7 | 5 | 4 | 2 |

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±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±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。

免责声明：

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

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