

买入 (维持)

保利发展

600048

保利发展 2021 年报点评：业绩略有下滑，供给侧改革下未来可期

2022 年 4 月 19 日

市场数据

市场数据日期	2022-4-18
收盘价(元)	18.39
总股本(百万股)	11970
流通股本(百万股)	11970
总市值(百万元)	220134
流通市值(百万元)	220134
净资产(百万元)	195561
总资产(百万元)	1399933
每股净资产(元)	16.34

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《保利发展 3 月销售数据点评：销售金额降幅有所收窄，供给侧改革受益》2022-4-9

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

研究助理：

洪波

hongbo@xyzq.com.cn

王沁雯

wangqinwen@xyzq.com.cn

宋词

songci@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	285024	312372	334470	354407
同比增长	17.2%	9.6%	7.1%	6.0%
归母净利润(百万元)	27388	28420	30378	32798
同比增长	-5.4%	3.8%	6.9%	8.0%
毛利率	26.8%	25.7%	25.8%	25.9%
净利率	9.6%	9.1%	9.1%	9.3%
净资产收益率	14.0%	12.7%	12.5%	12.4%
每股收益(元)	2.29	2.37	2.54	2.74
每股经营现金流(元)	0.88	3.43	5.69	3.81

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

收入保持稳健增长，利润略有下降。2021 年实现营业总收入 2850.24 亿元，同比增长 17.19%；实现归母净利润 273.88 亿元，同比下降 5.39%。归母净利润略有下降主要受地产项目利润率影响。公司 2021 年毛利率为 26.80%，同比下降 5.79 个百分点。

保持投资定力，穿越周期。2021 年，22 个重点城市实行集中供地制度，公司始终保持投资定力，以战略定力穿越周期。在竞争激烈的首批供地中做到不追高、不盲从。第一、二、三批集中供地中公司拿地平均溢价率分别为 12.56%、8.71%、2.60%，竞争格局优化下，拿地利润空间有保障。公司全年拓展项目 145 个，新增容积率面积 2722 万平方米，拓展金额 1857 亿元，拿地力度为 34.71%。截至 2021 年末，公司在建面积 1.64 亿平方米、待开发面积 7327 万平方米，土储充足，布局主要位于核心一二线城市。

央企背景，融资优势明显。有息负债综合融资成本仅为 4.46%，同比下降 31 个 bp，继续保持业内领先优势。测算公司剔除预收账款资产负债率 69.19%，净负债率 55.07%，现金短债比 1.94，均符合“三道红线”绿档标准。

龙头地位稳固，供给侧改革下有望进一步提升。2021 年公司实现签约金额 5349 亿元，同比增长 6%；实现签约面积 3333 万平方米，同比下降 2%。销售均价 1.6 万元/平方米，同比增长 8.8%。2021 年销售金额位列行业前五、央企第一，市场占有率提升至 2.94%。2022 年一季度销售排名上升至第三。未来行业供给侧改革趋势明确，公司有望进一步提升。公司聚焦的公司 38 个核心城市销售贡献达 78%，较上年提升 3 个百分点。

投资建议：保利发展融资优势明显，供给侧改革下将迎来更大发展机会，未来份额和利润率改善可期。公司长期稳健经营，以战略定力穿越周期，大股东和高管增持彰显信心，看好公司中长期价值。根据年报我们调整公司 2022-2023 年 EPS 至 2.37 元和 2.54 元，以 2022 年 4 月 18 日收盘价计算，对应的 PE 为 7.7 倍和 7.2 倍，维持买入评级。

风险提示：地产销售不及预期，货币政策持续收紧，地产政策调控。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

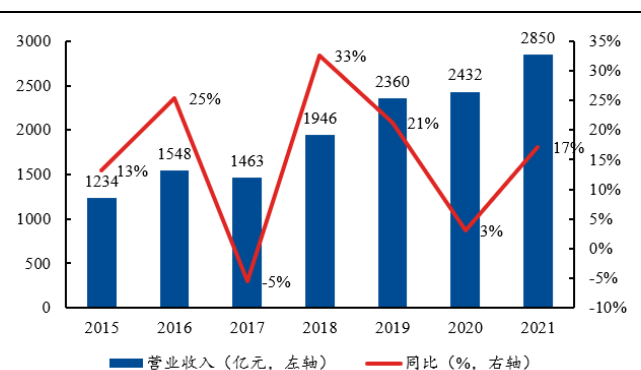
报告正文

保利发展发布 2021 年年报, 2021 年营业总收入 2850.24 亿元, 同比增长 17.19%; 归母净利润 273.88 亿元, 同比下降 5.39%。

1. 收入保持稳健增长, 利润略有下降

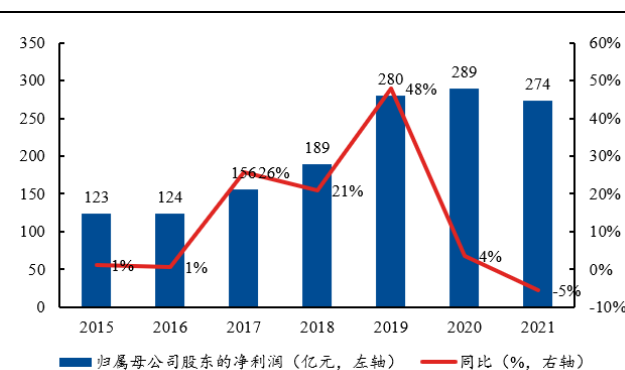
收入保持稳健增长, 利润略有下降。2021 年实现营业总收入 2850.24 亿元, 同比增长 17.19%; 实现归母净利润 273.88 亿元, 同比下降 5.39%。归母净利润主要受地产项目利润率影响, 略有下降。公司 2021 年毛利率为 26.80%, 同比下降 5.79 个百分点。2021 年公司净利率为 13.05%, 同比下降 3.42 个百分点。

图 1、2021 年营业收入同比增长 17%



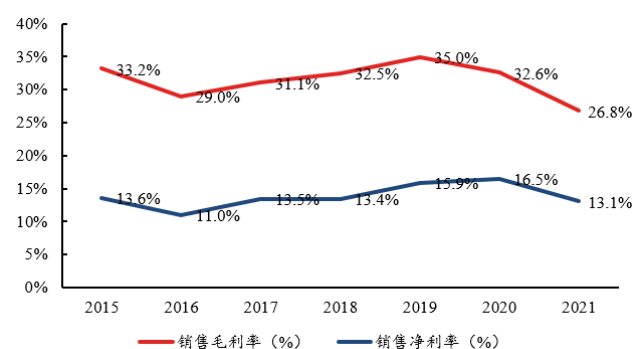
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2021 年归母净利润同比下降 5%



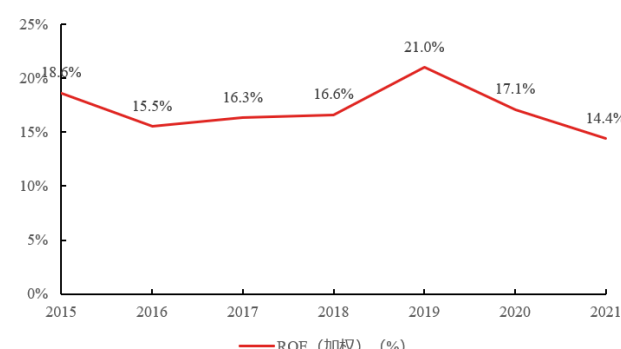
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2021 年毛利率 26.8%、净利率 13.1%



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2021 年加权平均 ROE 14.4%



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2. 保持投资定力, 穿越周期

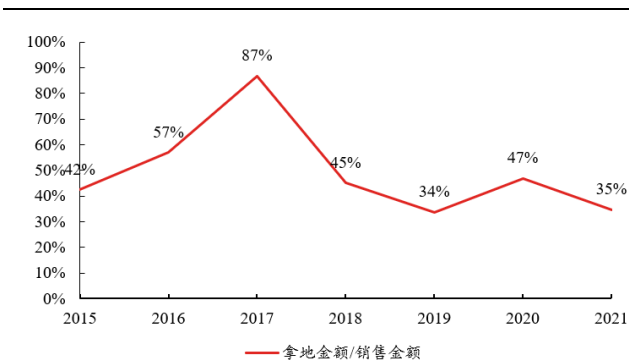
保持投资定力, 行业供给侧改革受益。2021 年, 22 个重点城市实行集中供地制度,

公司保持投资定力，以战略定力穿越周期。在竞争激烈的首批供地中不追高、不盲从。根据中指数据，第一批集中供地中公司拿地平均溢价率 12.56%，低于第一批平均水平 14.72%。在第二批、第三批供地热度下降、市场回归理性时，迅速加大投资力度，下半年拿地力度 35.6%，高出上半年 1.8PCT，获取了广州、南京、厦门等低溢价率的优质地块。公司第二、三批集中供地拿地平均溢价率分别下降至 8.71%、2.60%，竞争格局优化下，拿地利润空间有保障。全年公司拓展楼面地价为 6821 元/平方米，同比下降 8%。

坚持“中心城市+城市群”拿地策略。公司全年拓展项目 145 个，新增容积率面积 2722 万平方米，拓展金额 1857 亿元，分别同比下降 15%和 21%，拿地金额占销售金额的比重为 34.71%，拿地面积占销售面积的比重为 81.67%。2021 年拿地按金额计算，一线 11.2%，二线 45.5%，三四线 43.2%。从城市来看，拿地金额排名前五的城市为：佛山（7.0%）、东莞（6.4%）、上海（5.7%）、北京（5.6%）、南京（5.3%）。本年新增资源中珠三角、长三角拓展金额占比合计为 54%，较去年提升 7 个百分点。公司注重提升拓展质量及资源把控力，新增住宅货量占比 85%，拓展权益比为 72%。

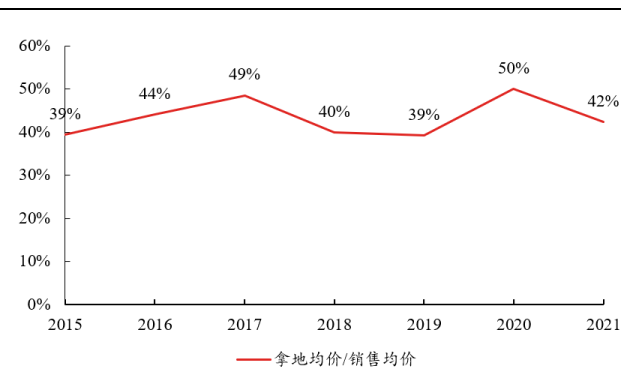
土地储备充足，且主要位于核心一二线城市。截至 2021 年末，公司在建面积 1.64 亿平方米、待开发面积 7327 万平方米，其中在建面积占比前五的城市分别为广州（6.7%）、佛山（5.5%）、武汉（4.3%）、成都（3.6%）、青岛（3.0%）；待开发面积占比前五的城市为佛山（6.8%）、武汉（6.4%）、茂名（4.3%）、昆明（3.9%）、汕尾（3.6%），项目资源丰富且质地优良。

图 5、历年拿地金额/销售金额（%）



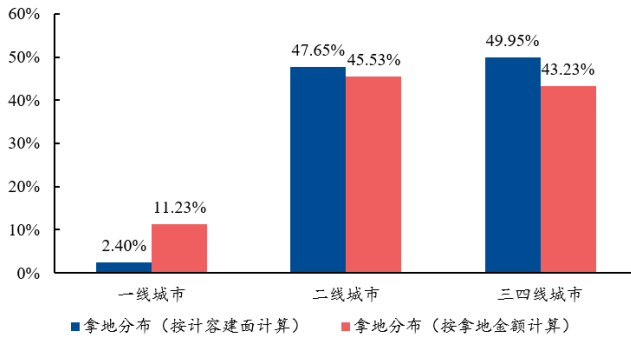
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、历年拿地均价/销售均价（%）



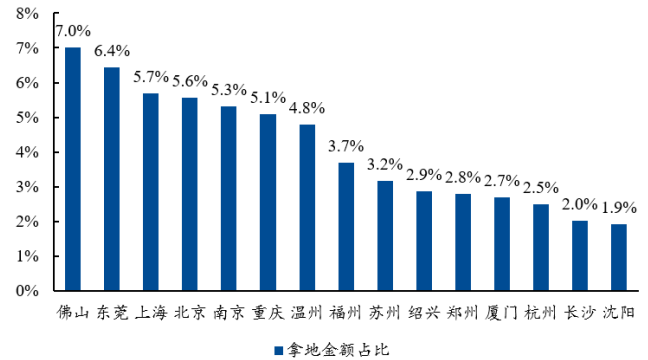
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2021 年拿地城市分布 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2021 年拿地主要城市 (拿地金额占比, %)



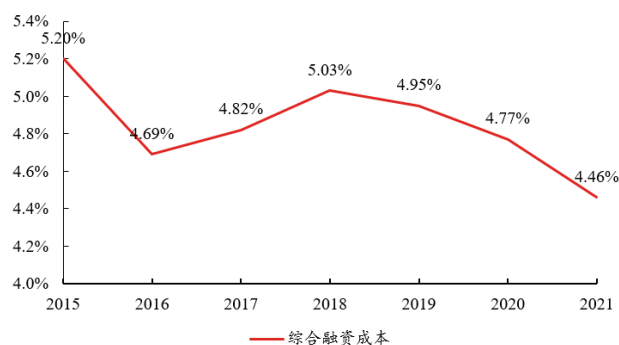
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 央企背景，融资优势明显

公司融资渠道畅通，成本不断下行。2021 年公司有息负债综合融资成本仅为 4.46%，同比下降 31 个 bp，继续保持业内领先优势。在行业整体融资不畅的情形下，21 年公司发行公司债 86.9 亿元、中期票据 100 亿元。此外，2022 年 4 月 18 日，公司拟发行不超 15 亿元公司债用于并购地产项目；2022 年 4 月 8 日，获准注册 50 亿元住房租赁定向资产支持票据。2022 年 3 月 25 日，公司向专业投资者公开发行人面值总额不超过 98 亿元公司债券的注册申请获批。公司融资渠道畅通，竞争优势明显。

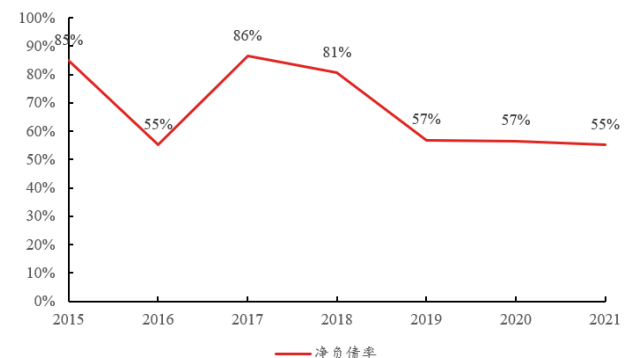
公司不断强化现金管理能力，三道红线持续达标。2021 年公司实现回笼金额 5020 亿元，回笼率为 93.8%，居于行业高位。截至报告期末，测算公司剔除预收账款资产负债率 69.19%，净负债率 55.07%，现金短债比 1.94，均符合“三道红线”绿档标准。

图 9、历年综合融资成本 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、历年净负债率 (%)



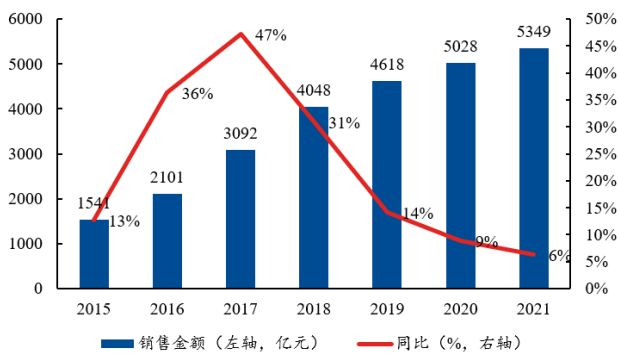
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 龙头地位稳固，供给侧改革下有望进一步提升

龙头地位稳固，供给侧改革趋势下有望进一步提升。2021 年公司实现签约金额 5349.29 亿元，同比增长 6.38%；实现签约面积 3333.02 万平方米，同比下降 2.23%。销售均价 1.60 万元/平方米，同比增长 8.81%。2021 年销售金额位列行业前五、央企第一，市场占有率提升至 2.94%。2022 年一季度销售排名上升至第三。未来行业供给侧改革趋势明确，公司有望进一步提升。

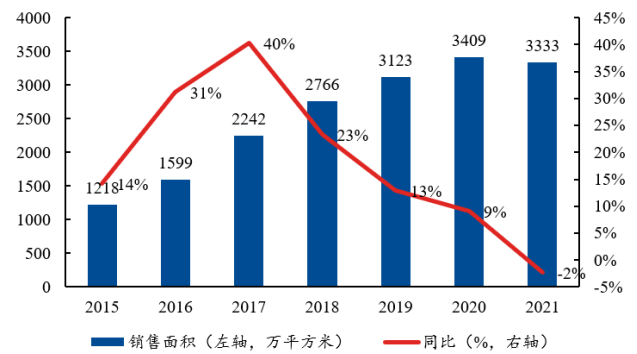
核心区域及城市深耕效果显著。公司聚焦的公司 38 个核心城市销售贡献达 78%，较上年提升 3 个百分点；珠三角及长三角销售合计占比达 53%，较上年提升 1 个百分点。单城签约过百亿城市 17 个，较上年增加 2 个，合计销售贡献超 3400 亿元。其中广州、佛山合计实现销售规模超 920 亿，杭州首次突破 300 亿，南京、北京超 200 亿，东莞、上海、郑州、武汉等超 100 亿，城市深耕效果显著。

图 11、2021 年实现合约销售金额 5349 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2021 年实现合约销售面积 3333 万方



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、两翼业务规模持续扩大

1) 综合服务翼：

保利物业：在管面积快速增长。截至报告期末，保利物业在管面积达 4.65 亿平方米，合同面积达 6.56 亿平方米，合同管理项目 2428 个。全年实现营业收入 107.8 亿元，同比增长 34.2%。

商业板块：影响力不断提升。
1、购物中心：2021 年末已开业购物中心 35 个，在营及筹建项目分布于广州、上海、武汉等 38 个城市；开业面积 247.5 万平方米；
2、保利酒管：2021 年末已开业酒店、会议中心 20 个，客房数近 5000 间；
3、长租公寓：2021 年末在营项目 43 个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市。

2) 不动产金融翼：

公司基金累计管理规模超 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：保利发展融资优势明显，供给侧改革下将迎来更大发展机会，未来份额和利润率改善可期。公司长期稳健经营，以战略定力穿越周期，大股东和高管增持彰显信心，看好公司中长期价值。根据年报我们调整公司 2022-2023 年 EPS 至 2.37 元和 2.54 元，以 2022 年 4 月 18 日收盘价计算，对应的 PE 为 7.7 倍和 7.2 倍，维持买入评级。

风险提示：地产销售不及预期，货币政策持续收紧，地产政策调控。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1247342	1377223	1437451	1511766
货币资金	171384	246427	313949	367936
交易性金融资产	123	251	209	223
应收票据及应收账款	3194	3383	3664	3868
预付款项	42686	54451	60492	61777
存货	809656	832938	824920	824920
其他	220298	239773	234216	253042
非流动资产	152591	139287	141328	137806
长期股权投资	95089	87576	90081	89246
固定资产	11275	9799	8146	6406
在建工程	571	286	143	71
无形资产	404	357	302	249
商誉	67	67	67	67
长期待摊费用	498	351	194	40
其他	44686	40852	42396	41727
资产总计	1399933	1516510	1578778	1649572
流动负债	818817	875954	895998	922245
短期借款	4094	4321	4245	4271
应付票据及应付账款	139597	176691	180371	194546
其他	675127	694942	711382	723428
非流动负债	278201	298734	310677	322738
长期借款	231904	246225	258225	269225
其他	46298	52509	52453	53513
负债合计	1097019	1174687	1206675	1244983
股本	11970	11970	11970	11970
资本公积	17817	17817	17817	17817
未分配利润	141052	168375	186248	205654
少数股东权益	107354	117767	128812	140768
股东权益合计	302914	341823	372103	404589
负债及权益合计	1399933	1516510	1578778	1649572

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	27388	28420	30378	32798
折旧和摊销	1509	1922	1956	1972
资产减值准备	-95	1072	8032	11
资产处置损失	-16	-7	-10	-9
公允价值变动损失	-246	-260	-221	-238
财务费用	5566	3127	2162	1596
投资损失	-6211	-6188	-6196	-6193
少数股东损益	9802	10414	11045	11956
营运资金的变动	-25935	19425	15563	5400
经营活动产生现金流量	10551	41030	68125	45629
投资活动产生现金流量	-19987	15360	3031	7711
融资活动产生现金流量	34458	18653	-3634	646
现金净变动	24970	75043	67522	53987
现金的期初余额	145290	171384	246427	313949
现金的期末余额	170260	246427	313949	367936

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	285024	312372	334470	354407
营业成本	208631	231984	248102	262740
税金及附加	15685	17190	19577	20124
销售费用	7384	8092	8665	9181
管理费用	5434	5821	6233	6604
研发费用	1436	1377	1397	1390
财务费用	3386	3127	2162	1596
其他收益	186	175	179	178
投资收益	6211	6188	6196	6193
公允价值变动收益	246	260	221	238
信用减值损失	-153	-94	-118	-109
资产减值损失	95	156	251	193
资产处置收益	16	7	10	9
营业利润	49670	51471	55072	59474
营业外收入	512	477	489	485
营业外支出	147	143	144	144
利润总额	50035	51805	55416	59815
所得税	12845	12972	13993	15062
净利润	37189	38833	41423	44754
少数股东损益	9802	10414	11045	11956
归属母公司净利润	27388	28420	30378	32798
EPS(元)	2.29	2.37	2.54	2.74

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	17.2%	9.6%	7.1%	6.0%
营业利润增长率	-5.0%	3.6%	7.0%	8.0%
归母净利润增长率	-5.4%	3.8%	6.9%	8.0%
盈利能力				
毛利率	26.8%	25.7%	25.8%	25.9%
净利率	9.6%	9.1%	9.1%	9.3%
ROE	14.0%	12.7%	12.5%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	78.4%	77.5%	76.4%	75.5%
流动比率	1.52	1.57	1.60	1.64
速动比率	0.53	0.62	0.68	0.74
营运能力				
资产周转率	21.5%	21.4%	21.6%	22.0%
应收帐款周转率	9620.7%	9061.1%	9050.8%	8974.3%
存货周转率	26.8%	28.2%	29.7%	31.4%
每股资料(元)				
每股收益	2.29	2.37	2.54	2.74
每股经营现金	0.88	3.43	5.69	3.81
每股净资产	16.34	18.72	20.32	22.04
估值比率(倍)				
PE	8.0	7.7	7.2	6.7
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn