

保利发展(600048)

销售营收保持增长, 非住板块齐头并进

——保利发展 2021 年报点评报告

✍ : 杨凡 执业证书编号: S1230521120001
✉ : yangfan02@stocke.com.cn

事件: 2022年4月18日公司发布2021年年度报告。

投资要点

- ❑ **销售规模逆势增长, 城市深耕效果显著:** 2021年, 公司把握市场节奏, 灵活铺排推货, 抢抓销售窗口, 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%。报告期内, 公司 38 个核心城市销售贡献达 78%。区域结构保持稳定, 珠三角、长三角签约销售合计超过 2800 亿, 合计销售占比达 53%。单城签约过百个城市 17 个, 较 2020 年增加 2 个, 合计销售贡献超 3400 亿元。
- ❑ **投拓力度名列前茅, 精准捕捉拿地窗口:** 2021 年公司积极补充土储, 拓展项目 145 个, 新增容积率面积 2722 万平方米, 在长三角、京津冀、粤港澳和中西部地区拿地金额均位居前列, 且公司拿地严守项目利润底线, 选择性下沉长三角地区强三线城市。2021 年第二、三批次集中拍地中, 土拍门槛出现松动, 拿地利润端有所修复, 公司迅速加大投资力度, 获取广州、南京、厦门等低溢价率的优质地块, 实现逆势布局。我们认为, 公司在融资渠道及融资成本方面拥有较为明显的竞争优势, 在 2022 年将迎来更多补充优质土储的机会。
- ❑ **收入规模稳健增长, 利润规模小幅收缩:** 报告期内, 公司实现营业总收入 2850.24 亿元, 同比增长 17.19%; 实现净利润 371.89 亿元, 同比下降 7.14%; 归母净利润 273.88 亿元, 同比下降 5.39%, 主要受地产项目利润率下降影响。报告期内, 公司毛利率为 26.80%, 同比下降 5.79 个百分点, 与行业下行趋势一致, 且毛利率仍高于行业平均水平。未来随着新增优质项目的陆续推出, 毛利率表现仍将承压。
- ❑ **财务结构持续优化, 融资水平处于低位:** 在银行“两道红线”和信贷收紧的限制下, 公司 21 年销售回款率仍高达 93.8%; 21 年末公司在手现金 1713.84 亿元, 同比提升 17%, 规模行业第二; 平均融资成本 4.46% 为行业低位, 助力公司构筑发展安全垫。此外, 2019-2021 年公司一年到期负债占比由 25% 持续下降至 19%, 资产结构持续优化。“三道红线”方面, 公司保持绿档, 被三大国际评级机构给予“投资级”评级, 展望稳定。
- ❑ **非住板块全面开花, 产业规模持续扩大:** 1) **物业板块:** 21 年实现营收 107.8 亿元; 归母净利润 8.5 亿元。合同管理面积增至 6.56 亿平方米, 在管面积约 4.65 亿平方米, 同比增长 33%。新签约第三方项目 432 个, 千万级以上的项目金额占比超 40%。19-21 年第三方项目收入复合增速高达 81.7%, 成为拉动该板块增长的核心引擎。2) **商业板块:** 21 年已开业购物中心 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。3) **租赁住房板块:** 21 年在营项目 43 个, 覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市, 累计开业 6120 个房间。21 年公司与建行合作设立租赁住房公募 REITs, 进一步打通长租业务“投融资退”链条。4) **基金板块:** 公司基金累计管理规模超 1700 亿元, 旗下信保基金、保利资本荣获“2021 年度中国最具实力房地产基金十强”。
- ❑ **投资建议:** 买入。我们认为, 公司土储聚焦一二线核心城市, 基本面较为扎实, 且公司作为大型央企, 在融资渠道和融资成本方面拥有显著优势, 在后续土拍中仍有较强竞争优势, 公司长期发展逻辑仍然成立。我们预计

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥18.38

单季度业绩

元/股

4Q/2021	2.29
3Q/2021	1.13
2Q/2021	0.86
1Q/2021	0.21



公司简介

保利发展控股集团股份有限公司主营业务是房地产开发和经营、物业管理等。经过 27 年的稳健发展, 公司已形成以不动产投资开发为主, 以综合服务与不动产金融为翼的业务板块布局。2019 年末, 公司品牌价值达 883.66 亿元, 连续十年蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”, 位列福布斯世界 500 强第 245 位。

相关报告

- 1 《行业 K 型分化, 如何寻找优质企业》2022.3.15
- 2 《两会坚持稳中求进, 防范化解重大风险, 房地产多赛道值得关注》2022.3.5
- 3 《一文读懂预售资金监管和其规范化影响》2022.2.14

报告撰写人: 杨凡

感谢关天彬对本报告的贡献

公司 22-24 年 EPS 为每股 2.45 元、2.69 元、3.00 元，参考可比公司估值给予 2022 年 10 倍 PE 估值，对应目标价 24.5 元，给予买入评级。

- **风险提示：**开发业务短期利润下行，利润增速不及预期；政策改善及需求修复不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	285024	331290	370542	408948
(+/-)	17.19%	16.23%	11.85%	10.36%
营业收入	284933	331190	370442	408848
(+/-)	17.21%	16.23%	11.85%	10.37%
归母净利润	27388	29280	32192	35970
(+/-)	-5.39%	6.91%	9.94%	11.74%
每股收益(元)	2.29	2.45	2.69	3.00
P/E	8.03	7.51	6.83	6.12

注：收盘价为 2022 年 4 月 19 日

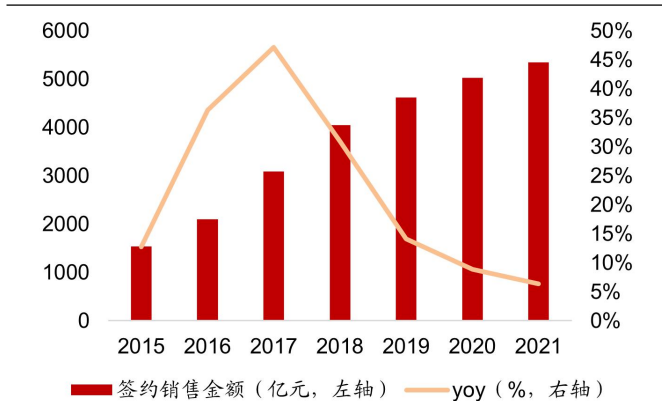
事件：保利发展发布 2021 年年度报告

点评：

1. 2021 年公司销售与增储情况

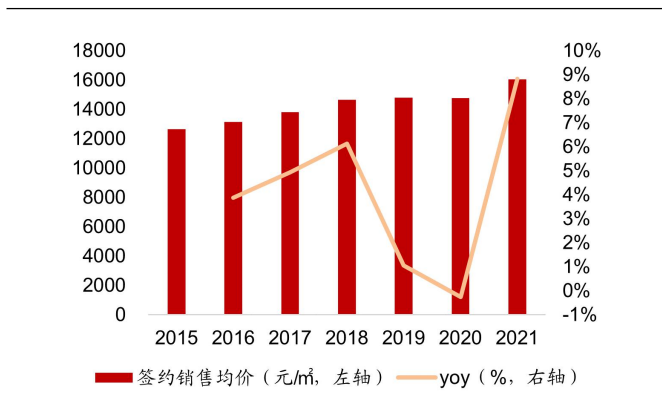
销售业绩逆势增长，核心城市巩固优势。2021 年公司的合同销售额 5349.29 亿元，进入全国前四；合同销售额同比增长 6.4%，增速位列 TOP5 房企第一位。根据亿翰智库数据，公司 21 年市场占有率 2.94%，已实现连续 7 年提升。此外，公司深耕核心城市的战略优势得到体现。2021 年公司在核心城市市场占有率超过 5%，在 38 个核心城市的合同销售额 4160 亿元，贡献占比 78%，其中在华东、华南两个基本盘合计销售额为 2825 亿。

图 1：21 年实现签约销售金额 5349 亿元，同比+6.4%



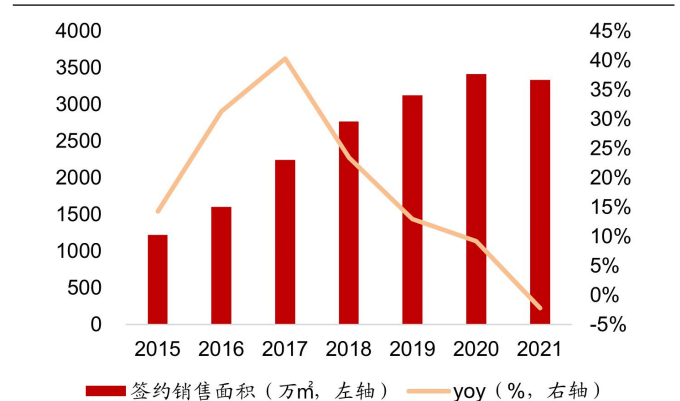
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 3：21 年公司签约销售均价 16029 元/平方米，同比+8.8%



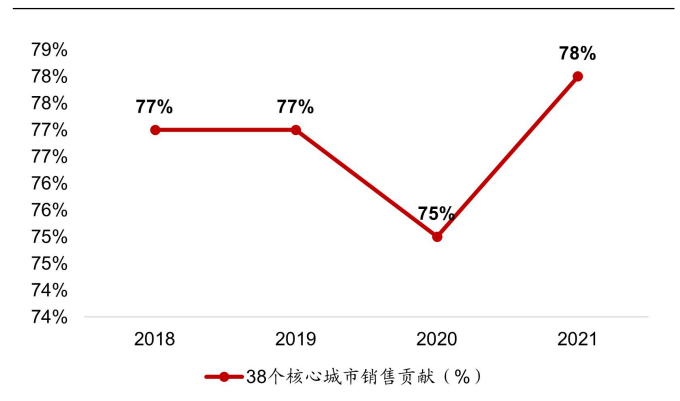
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 2：21 年实现签约销售面积 3333 万平方米，同比-2.2%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

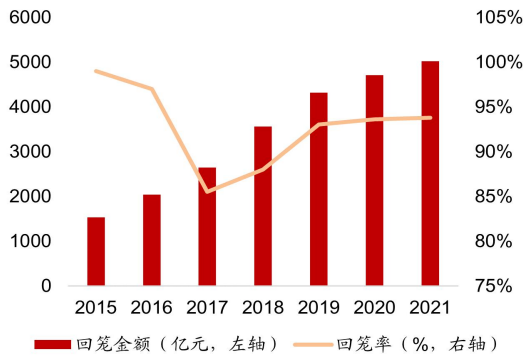
图 4：21 年公司在 38 个核心城市销售贡献率 78%，同比+3%



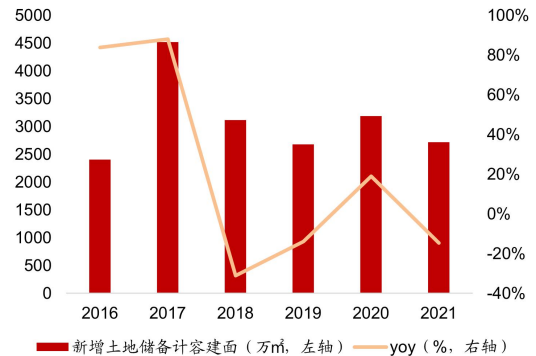
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

去化率维持正常水平，回款质量领先行业。2021 年公司全年可售的货值 7385 亿元，去化率 74%。此外，公司一直强调有质量的销售，2021 年销售回笼 5028 亿，同比增长 7%，销售回笼率高达 93.7%，在业内屈指可数。

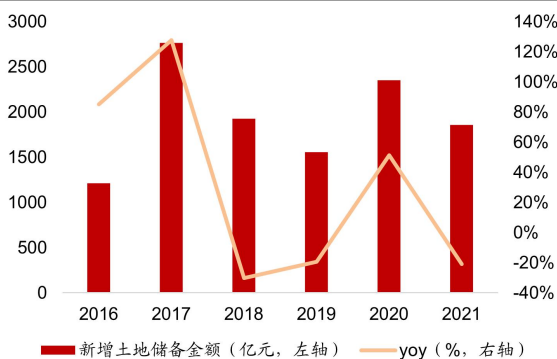
投拓力度名列前茅，精准捕捉拿地窗口。公司 21 年拓展项目 145 个，新增容积率面积 2722 万㎡，拓展金额 1857 亿元，拿地强度（即拓展金额/合约销售金额）34.7%。克而瑞数据显示，公司 21 年新增土地价值 1882.5 亿，行业第三；新增土地货值 3995.1 亿元，位居行业第二。此外，在 2021 年第二、三批供地热度下降时，公司果断加大投资力度，获取广州、南京、厦门等低溢价率的优质地块，实现逆势布局，展现出强大的投资定力。

图 5: 21 年回笼金额 5020 亿元, 回笼率 93.8%, 同比+0.2pct


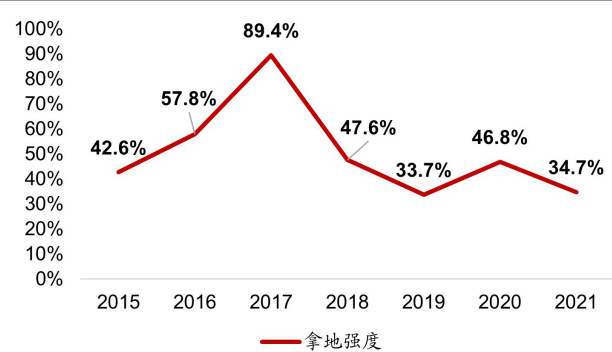
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 6: 21 年公司增储 2722 万平方米, 同比-14.6%


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 7: 21 年公司新增土地储备金额 1857 亿元, 同比-21.1%


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 8: 21 年公司拿地强度为 34.7%, 同比-12.1pct


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2. 2021 公司多元化业务经营情况

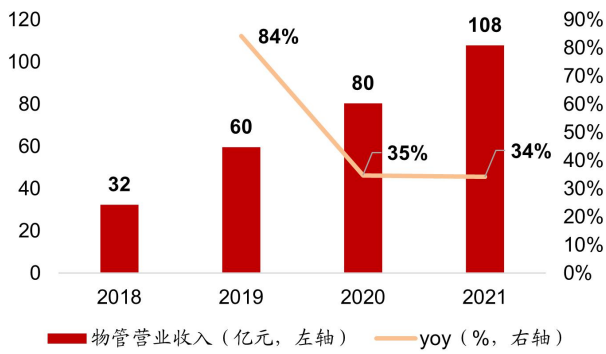
物业营收利润保持增长, 第三方拓展表现强劲。公司物业板块业务范围涵盖城市公共服务, 政府机关, 商业楼宇、高校, 城镇景区, 轨道交通等公共服务领域。2021 年, 物业板块实现营收 107.8 亿元, 毛利润 20.1 亿元; 实现归母净利润达 8.5 亿元, 同比增长 25.6%。物业合同管理面扩大至 6.56 亿平方米, 同比提升 16%; 在管面积约 4.65 亿平方米, 同比提升 33%。此外, 第三方拓展业务成为物业板块的强劲增长点。公司物业 2021 年新签约第三方项目 432 个, 千万级以上的项目金额占比超 40%。19-21 年第三方项目收入复合增速高达 81.7%。

商业与酒店业务全面铺开, 覆盖全国核心城市。截止 2021 年末, 公司在管购物中心 35 个, 在营及筹建项目分布于广州、上海、武汉等 38 个一二线核心城市; 开业面积 247.5 万平方米。截至 2021 年末, 保利酒管已开业酒店、会议中心 20 个, 客房近 5000 间。

长租业务拓宽融资渠道。截至 2021 年末, 公司在营公寓项目 43 个, 覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市, 累计开业 6120 个房间。此外, 公司积极探索长租业务创新融资模式, 于 2021 年与建设银行达成合作协议, 发起设立 100 亿元的租赁住房资产支持证券化产品, 进一步打通长租业务“投融管退”链条。

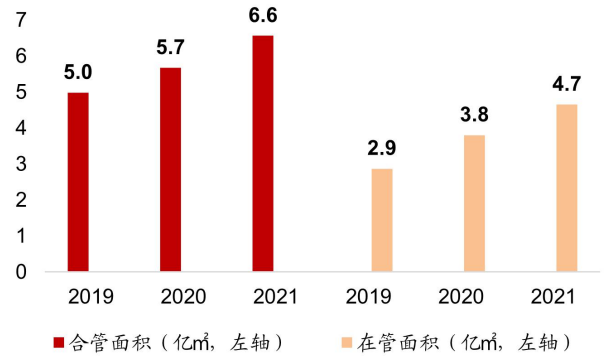
不动产基金管理规模持续扩大。2021 年公司基金累计管理规模超 1700 亿元, 旗下信保基金、保利资本荣获“2021 年度中国最具实力房地产基金十强”。

图 9: 公司物业板块 21 年实现营收 107.8 亿元, 同比+34.1%



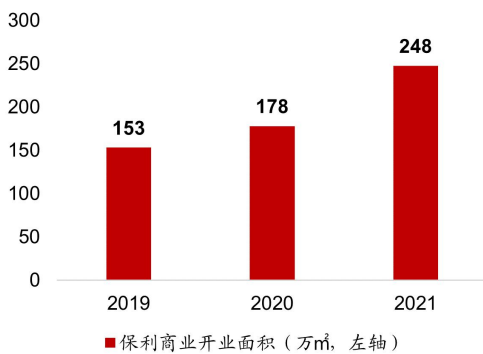
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 10: 公司物业板块合同面积与在管面积均连续三年保持增长



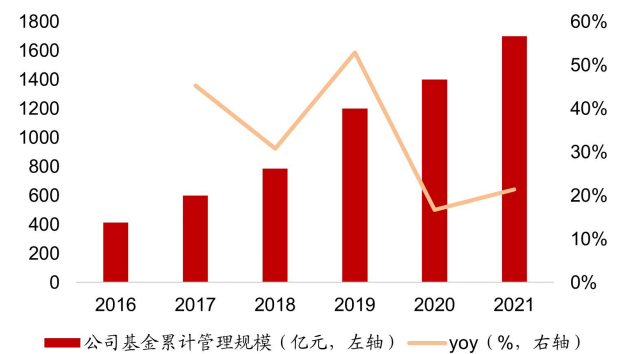
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 11: 公司商业规模连年增长, 21 年开业面积 247.5 万平方米



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 12: 公司不动产基金规模持续增长, 21 年起 1700 亿元

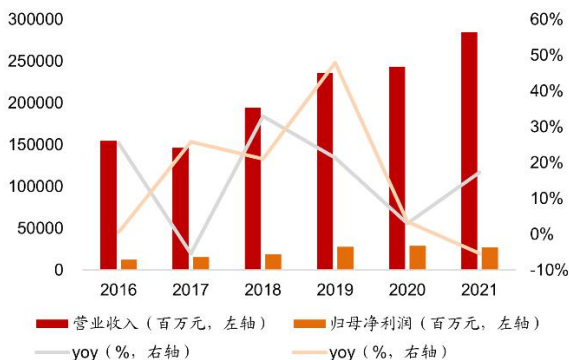


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3. 2021 公司盈利与财务经营情况

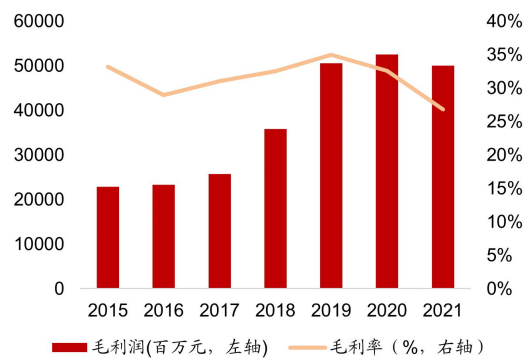
盈利质量行业领先, 归母净利行业第三。一是营收稳步增长。营收增长方面, 2021 年公司营收稳健增长, 全年营收 2850 亿, 同比增长 17.2%, 增速位居 Top5 房企第一。营收结构方面, 多元产业快速增长。2021 年非开发业务的营收 231 亿, 同比增长 49.5%, 占总收入的比重提升到 9%; 营收分布方面, 华南和华东片区继续保持领跑地位, 2021 年合计贡献营收占比高达 55%。二是利润承压但仍保持行业领先, 归母的净利润保持高位。在行业整体利润率下行的情况下, 公司的 2021 年毛利润率和净利润率分别 26.8% 和 13.1%, 同比下降了 5.79、3.42pct, 但是仍高于当期平均水平 3-4pct。2021 年归母净利润 273.88 亿元, 同比下降 5.39pct, 但规模仅次于中海、华润, 位居行业第三。

图 13: 21 年公司实现营收 2849 亿元, 归母净利润 274 亿元



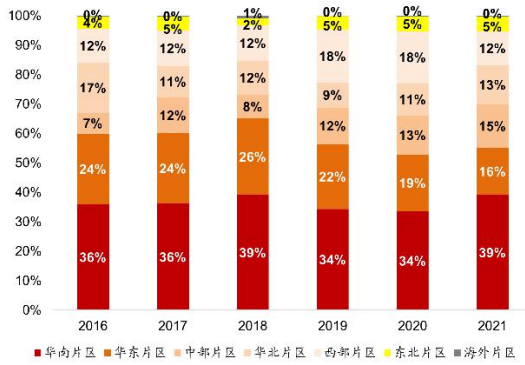
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 14: 21 年公司毛利率 26.8%, 同比-5.8pct



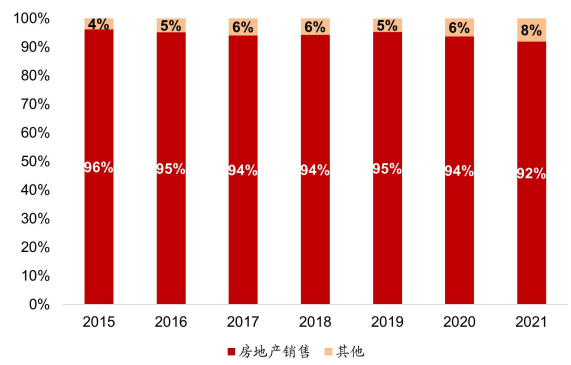
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 15: 21 年公司主营收入的区域构成中, 华南片区占比最高



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

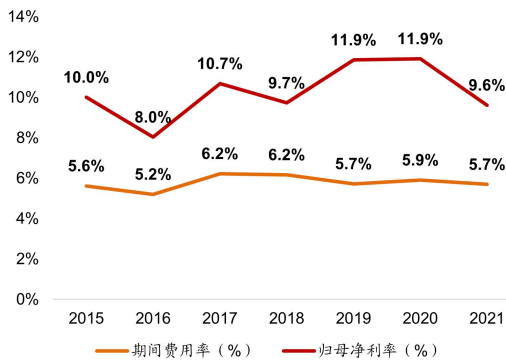
图 16: 21 年公司主营收入的业务构成中, 非住板块同比+2pct



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

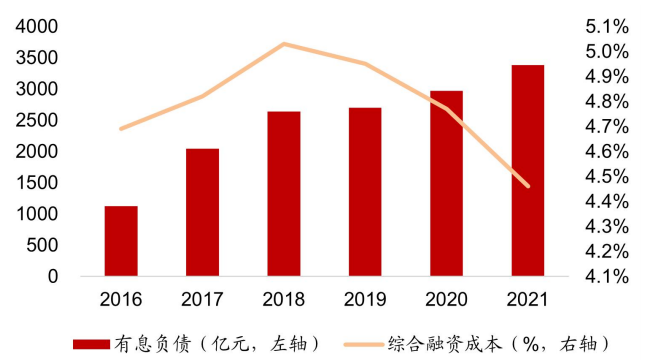
三道红线保持绿档, 评级机构予以肯定。2021 年公司财务结构持续稳健, “三道红线” 指标继续维持绿档水平, 并进一步优化。其中, 扣除预收款的资产负债率 68.0%, 同比下降 0.7pct; 净负债率为 55.1%, 同比下降 1.5pct; 现金短债比为 1.86 倍, 同比提升 0.04 倍。债务结构方面, 公司有息负债以银行贷款为主, 占比约 77%, 一年内到期的债务仅占有息总量的 19%, 均处于合理水平。凭借稳健的财务结构与央企身份背书, 公司融资成本维持在行业低位水平, 存量有息负债综合成本降至 4.46%, 较上年末下降了 31 个基点。对此, 2021 年三大国际评级机构均给予公司“投资级”的企业信用评级: 穆迪 Baa2、标准普尔 BBB、惠誉 BBB+, 评级展望均为稳定。

图 17: 21 年公司期间费用率 9.6%, 同比-2.3%



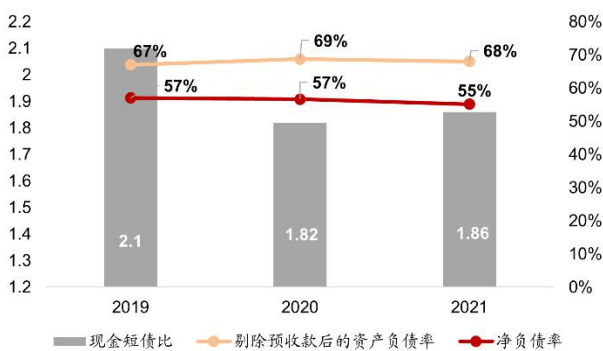
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 18: 21 年公司平均融资成本下降至 4.46%, 处于行业低位



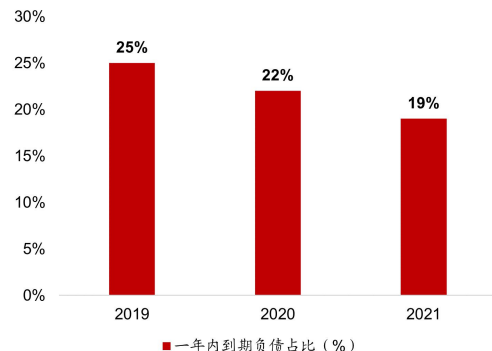
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 19: 公司“三道红线”指标持续保持绿档



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 20: 19-21 年公司一年到期负债占比由 25% 持续下降至 19%



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

4. 投资建议：“买入”

我们认为，公司土储聚焦一二线核心城市，基本面较为扎实，且公司作为头部央企，在融资渠道和融资成本方面拥有显著优势，在后续土拍中仍有较强竞争优势，公司长期发展逻辑仍然成立。我们预计公司 22-24 年 EPS 为每股 2.45 元、2.69 元、3.00 元，参考可比公司估值给予 2022 年 10 倍 PE 估值，对应目标价 24.5 元，给予买入评级。

风险提示：开发业务短期利润下行，利润增速不及预期；政策改善及需求修复不及预期等。

表 1：公司盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入（百万元）	285,024.1	331,290.3	370,541.7	408,947.5
二、营业成本（百万元）	208,630.8	243,081.5	271,817.5	299,859.6
三、毛利（百万元）	76,393.3	88,208.7	98,724.2	109,087.9
四、营业利润（百万元）	49,670.1	53,432.4	58,782.3	65,723.3
五、利润总额（百万元）	50,035.0	53,797.4	59,147.3	66,088.3
减：所得税（百万元）	12,845.5	13,449.4	14,786.8	16,522.1
六、净利润（百万元）	37,189.5	40,348.1	44,360.5	49,566.2
减：少数股东损益（百万元）	9,801.6	11,068.0	12,168.6	13,596.6
七、归母净利润（百万元）	27,387.8	29,280.1	32,191.9	35,969.6
股本（百万股）	11970	11970	11970	11970
每股收益（元/股）	2.29	2.45	2.69	3.00

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2022E)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
600383.SH	金地集团	14.55	0.73	2.28	2.46	19.93	6.38	5.91	0.08
001979.SZ	招商蛇口	16.28	1.31	1.41	1.55	12.43	11.55	10.50	1.32
000002.SZ	万科 A	20.66	1.94	2.28	2.51	10.65	9.06	8.23	0.66
01109.HK	华润置地	30.66	4.54	4.74	5.24	6.75	6.47	5.85	0.87
00960.HK	龙湖集团	34.06	4.05	4.51	5.11	8.41	7.55	6.67	0.61
	均值					16.18	8.96	8.21	
600048.SH	保利发展	18.38	2.29	2.45	2.69	8.03	7.51	6.83	0.89

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：收盘价为 2022 年 4 月 19 日价格，汇率参考 1 港元兑人民币 0.81 元；除保利发展为浙商证券预测外，其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1247342	1548393	1662084	1783628	营业总收入	285024	331290	370542	408948
现金	171384	190419	212716	229328	营业收入	284933	331190	370442	408848
交易性金融资产	123	123	123	123	营业成本	208631	243082	271817	299860
应收账款	3194	4733	6056	7462	营业税金及附加	15685	18215	22226	24531
其它应收款	157687	183287	205009	226264	营业费用	7384	8445	9446	10426
预付账款	42686	49735	55614	61351	管理费用	5434	6293	7038	7768
存货	809656	1057405	1119888	1196440	研发费用	1436	1476	1476	1476
其他	62611	62691	62677	62660	财务费用	3386	7698	7529	7381
非流动资产	152591	149602	152280	154784	资产减值损失	58	(503)	(600)	(700)
金额资产类	0	0	0	0	公允价值变动损益	246	246	246	246
长期投资	95089	95089	95089	95089	投资净收益	6211	6522	6848	7190
固定资产	11275	12819	13995	15616	其他经营收益	202	180	180	180
无形资产	404	458	453	445	营业利润	49670	53432	58782	65723
在建工程	571	375	293	211	营业外收支	365	365	365	365
其他	45251	40861	42450	43423	利润总额	50035	53797	59147	66088
资产总计	1399933	1697995	1814364	1938412	所得税	12845	13449	14787	16522
流动负债	818817	1074267	1140760	1209674	净利润	37189	40348	44360	49566
短期借款	4094	4001	4291	4129	少数股东损益	9802	11068	12169	13597
应付款项	139597	243082	301717	338841	归属母公司净利润	27388	29280	32192	35970
预收账款	852	79486	88906	98123	EBITDA	57858	62424	67740	74675
其他	674275	747698	745846	768580	EPS (最新摊薄)	2.29	2.45	2.69	3.00
非流动负债	278201	280465	285981	291549	主要财务比率				
长期借款	231904	236904	241904	246904		2021	2022E	2023E	2024E
其他	46298	43562	44077	44646	成长能力				
负债合计	1097019	1354732	1426741	1501223	营业收入	17.21%	16.23%	11.85%	10.37%
少数股东权益	107354	118421	130590	144187	营业利润	-4.96%	7.57%	10.01%	11.81%
归属母公司股东权益	195561	224841	257033	293003	归属母公司净利润	-5.39%	6.91%	9.94%	11.74%
负债和股东权益	1399933	1697995	1814364	1938412	获利能力				
					毛利率	26.78%	26.60%	26.62%	26.66%
					净利率	13.05%	12.18%	11.98%	12.12%
					ROE	9.62%	9.06%	8.81%	8.72%
					ROIC	8.44%	8.73%	8.84%	9.07%
					偿债能力				
					资产负债率	78.36%	79.78%	78.64%	77.45%
					净负债比率	27.03%	22.30%	21.50%	20.77%
					流动比率	1.52	1.44	1.46	1.47
					速动比率	0.53	0.46	0.48	0.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.21	0.21	0.22
					应收帐款周转率	101.24	92.60	88.00	87.44
					应付帐款周转率	1.56	1.39	1.11	1.05
					每股指标(元)				
					每股收益	2.29	2.45	2.69	3.00
					每股经营现金	0.88	1.46	1.73	1.24
					每股净资产	16.34	18.78	21.47	24.48
					估值比率				
					P/E	8.03	7.51	6.83	6.12
					P/B	1.13	0.98	0.86	0.75
					EV/EBITDA	7.32	7.23	6.59	6.01

现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10551	17516	20718	14790
净利润	37189	40348	44360	49566
折旧摊销	1509	929	1064	1206
财务费用	3386	7698	7529	7381
投资损失	(6211)	(6522)	(6848)	(7190)
营运资金变动	48828	221624	38731	41380
其它	(74151)	(246561)	(64119)	(77553)
投资活动现金流	(19987)	3862	4409	4120
资本支出	(3641)	(2125)	(2001)	(2589)
长期投资	(28602)	(250)	(300)	(350)
其他	12256	6237	6710	7059
筹资活动现金流	34458	(2343)	(2830)	(2298)
短期借款	(683)	(92)	289	(162)
长期借款	24743	5000	5000	5000
其他	10398	(7251)	(8120)	(7136)
现金净增加额	25022	19035	22297	16612

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>