

保利发展 (600048)

精耕核心城市，平稳穿越周期

事件：公司公布 2021 年年报，实现营业收入 2849.33 亿元，同比增长 17.20%；归属于上市公司股东的净利润 273.88 亿元，同比下降 5.39%；EPS2.29 元/股，同比下降 5.61%；每 10 股分红 5.8 元现金红利，分红率 50.06%；实现销售金额 5349.29 亿元，同比增长 6.38%。

销售量减价增，注重城市深耕。2021 年公司实现销售面积 3333.02 万方，同比下降 2.23%，销售金额 5349.29 亿元，同比增长 6.38%，累计销售均价 16049 元/平米，较 2020 年 14750 元/平米提升 8.81%。公司在 38 个核心城市销售贡献率达 78%，较 2020 年 75%提升 3pct。分区域看，珠三角、长三角销售占比 53%，较 2020 年提升 1pct，表明公司在核心城市圈发力。单城销售过百亿城市 17 个，较 2020 年增加 2 个，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，城市深耕效果显著。

拿地力度有所下降，重点补仓优质区域。2021 年公司新增项目 145 个，新增计容面积 2722 万方，低于销售面积，同比下降 15%，拿地权益比为 72%；新增项目拓展金额 1857 亿元，同比下降 21%；全年公司拿地楼面价为 6821 元/平米，同比下降 8%。公司拿地力度 34.71%，较 2020 年 46.79%下降 12.08pct。公司新增土储中，珠三角、长三角项目金额占比为 54%，较 2020 年提升 7pct，表明公司坚持“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。

营收增长，业绩下滑，毛利率下滑，费用管控有效。2021 年公司营业总收入 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%。公司净利润下滑较多主要由于公司**毛利率下降** 5.69pct 至 26.8%，其中房地产销售业务毛利率 27.13%，较 2020 年下降 6.35pct，与行业利润率下行趋势一致。分区域看，华南、华东、中部、华北、西部、东北、海外各片区毛利率分别下降 8.58、增加 0.93、下降 6.09、下降 9.60、下降 6.64、下降 2.80、下降 18.99pct。公司净利率 13.05%，较 2020 年下降 3.42pct，下降幅度小于毛利率下降。公司持续推进提质增效，在费用管控方面，按照 2020 年调整后数据，公司销售、管理、财务费用率分别为 2.59%、1.91%、1.19%，分别较 2020 年下降 0.24、升高 0.13、下降 0.11pct。公司持续严格控制费用开支，整体费用率较 2020 年有所下降。

杠杆率健康，融资成本下降。公司剔除合同负债的资产负债率 68%，净负债率 55.1%，现金短债比为 1.86，三道红线全部达标，资产负债结构均衡稳健。公司经营性现金流为 105.51 亿元，连续 4 年为正。截至 2021 年末，货币资金 1713.84 亿元，在手现金充裕。公司实现回笼金额 5020 亿元，回笼率 93.8%，居于行业高位。公司整体平均融资成本 4.46%，较 2020 年整体平均融资成本 4.77%下降 0.31pct。

物业持续增强，商业积极扩展。1) **保利物业持续增强：**实现收入 107.8 亿元，同比增长 34.2%；在管面积 4.65 亿方，签约面积 6.56 亿方，签约项目 2428 个。2) **保利商业积极扩展业务规模：**截至 2021 年末，已开业购物中心 35 个，开业面积 247.5 万方；在营及筹建项目分布于广州、上海、武汉等 38 个城市。3) **保利酒管运营专业：**截至 2021 年末，已开业酒店、会议中心 20 个，客房近 5000 间。4) **继续布局长租公寓：**截至 2021 年末，在营项目 43 个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市。

投资建议：公司是行业内央企龙头，经营稳健，杠杆率健康。公司注重城市深耕，在优质区域重点补货。运营能力强，物业管理规模大；积极布局商业、长租公寓等业务。由于未来随着高地价项目陆续出现，毛利率或承压。基于公司年报，我们将 2022-2023 年归母净利润分别由 301.74、322.32 亿元下调为 292.18、306.83 亿，对应 EPS 分别由 2.52、2.69 元调整为 2.44、2.56 元，对应 PE 为 7.53X、7.17X，维持“买入”评级。（报告后财务模型中历史数据均为调整报表前数据）

风险提示：新房销售不及预期，房屋竣工不及预期，房屋价格大幅下跌、业务开展不达预期

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 243,207.86 | 285,024.10 | 316,633.28 | 344,433.68 | 367,614.07 |
| 增长率(%) | 3.06 | 17.19 | 11.09 | 8.78 | 6.73 |
| EBITDA(百万元) | 56,092.02 | 55,647.59 | 57,107.27 | 57,442.64 | 60,862.97 |
| 净利润(百万元) | 28,948.43 | 27,387.84 | 29,217.89 | 30,683.16 | 32,791.87 |
| 增长率(%) | 3.54 | (5.39) | 6.68 | 5.01 | 6.87 |
| EPS(元/股) | 2.42 | 2.29 | 2.44 | 2.56 | 2.74 |
| 市盈率(P/E) | 7.60 | 8.04 | 7.53 | 7.17 | 6.71 |
| 市净率(P/B) | 1.22 | 1.13 | 1.02 | 0.93 | 0.85 |
| 市销率(P/S) | 0.91 | 0.77 | 0.70 | 0.64 | 0.60 |
| EV/EBITDA | 6.99 | 7.47 | 6.37 | 3.64 | 5.19 |

资料来源：wind，天风证券研究所

注：该表和附表财务模型中历史数据均为调整报表前数据

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 房地产/房地产开发 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 18.38 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 11,970.28 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 11,970.28 |
| A 股总市值(百万元) | 220,013.81 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 220,013.81 |
| 每股净资产(元) | 14.78 |
| 资产负债率(%) | 78.36 |
| 一年内最高/最低(元) | 19.88/9.76 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 韩笑 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521120006 | |
| hanxiaob@tfzq.com | |
| 胡孝宇 | 联系人 |
| huxiaoyu@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保利发展-公司点评:单月销售双位数下降，拿地权益比例下降——1 月经营公告点评》 2022-02-12
- 《保利发展-季报点评:营收业绩稳健增长，土储投资趋于稳定——2021 三季报点评》 2021-11-02
- 《保利发展-公司点评:累计销售量价齐升，补货权益维持高位——9 月经营公告点评》 2021-10-12

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 货币资金 | 146,007.65 | 171,384.46 | 277,695.53 | 411,606.82 | 334,724.97 |
| 应收票据及应收账款 | 2,451.82 | 3,193.66 | 2,435.38 | 3,687.89 | 2,847.48 |
| 预付账款 | 42,196.67 | 42,685.91 | 64,524.18 | 48,710.30 | 57,552.63 |
| 存货 | 741,475.38 | 809,656.46 | 1,127,875.33 | 853,728.16 | 967,922.07 |
| 其他 | 202,550.48 | 219,942.93 | 279,864.49 | 245,824.41 | 314,199.75 |
| 流动资产合计 | 1,134,681.9 | 1,246,863.4 | 1,752,394.9 | 1,563,557.5 | 1,677,246.8 |
| 长期股权投资 | 72,549.89 | 95,089.38 | 95,089.38 | 95,089.38 | 95,089.38 |
| 固定资产 | 7,659.00 | 11,275.21 | 9,670.87 | 8,066.53 | 6,462.20 |
| 在建工程 | 546.46 | 571.06 | 571.06 | 571.06 | 571.06 |
| 无形资产 | 429.77 | 404.16 | 358.61 | 313.05 | 267.50 |
| 其他 | 33,964.28 | 45,251.39 | 40,515.26 | 41,730.29 | 42,282.21 |
| 非流动资产合计 | 115,149.40 | 152,591.20 | 146,205.18 | 145,770.32 | 144,672.34 |
| 资产总计 | 1,251,374.9 | 1,399,933.0 | 1,898,600.1 | 1,709,327.9 | 1,821,919.2 |
| 短期借款 | 4,777.01 | 4,093.56 | 4,193.00 | 5,103.00 | 5,029.00 |
| 应付票据及应付账款 | 151,482.54 | 139,596.84 | 183,325.12 | 170,532.64 | 254,519.08 |
| 其他 | 229,867.64 | 259,109.81 | 1,096,845.03 | 916,345.98 | 892,100.56 |
| 流动负债合计 | 386,127.18 | 402,800.22 | 1,284,363.1 | 1,091,981.6 | 1,151,648.6 |
| 长期借款 | 207,160.41 | 231,903.60 | 249,316.00 | 221,311.00 | 240,183.00 |
| 应付债券 | 25,066.34 | 41,619.55 | 32,734.58 | 33,140.16 | 35,831.43 |
| 其他 | 752.28 | 4,678.31 | 1,942.21 | 2,457.60 | 3,026.04 |
| 非流动负债合计 | 232,979.03 | 278,201.47 | 283,992.79 | 256,908.76 | 279,040.47 |
| 负债合计 | 984,737.04 | 1,097,018.5 | 1,568,355.9 | 1,348,890.3 | 1,430,689.1 |
| 少数股东权益 | 86,406.79 | 107,353.53 | 114,651.59 | 122,511.29 | 130,779.54 |
| 股本 | 11,967.62 | 11,970.11 | 11,970.28 | 11,970.28 | 11,970.28 |
| 资本公积 | 18,313.03 | 17,817.47 | 17,817.47 | 17,817.47 | 17,817.47 |
| 留存收益 | 129,578.87 | 147,126.00 | 167,578.53 | 189,056.73 | 212,011.04 |
| 其他 | 20,371.58 | 18,647.35 | 18,226.29 | 19,081.74 | 18,651.79 |
| 股东权益合计 | 266,637.88 | 302,914.46 | 330,244.16 | 360,437.52 | 391,230.13 |
| 负债和股东权益总 | 1,251,374.9 | 1,399,933.0 | 1,898,600.1 | 1,709,327.9 | 1,821,919.2 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润 | 40,048.21 | 37,189.48 | 29,217.89 | 30,683.16 | 32,791.87 |
| 折旧摊销 | 1,294.99 | 1,509.06 | 1,649.89 | 1,649.89 | 1,649.89 |
| 财务费用 | 5,635.78 | 5,566.08 | 2,659.23 | 698.40 | 157.83 |
| 投资损失 | (6,141.42) | (6,211.15) | (5,351.39) | (5,901.32) | (5,821.29) |
| 营运资金变动 | 583.32 | (20,673.78) | 68,807.50 | 129,544.69 | (131,372.75) |
| 其它 | (26,270.40) | (6,828.47) | 10,425.80 | 11,228.12 | 11,811.78 |
| 经营活动现金流 | 15,150.48 | 10,551.22 | 107,408.92 | 167,902.93 | (90,782.66) |
| 资本支出 | 14,620.51 | 23,622.73 | 2,736.10 | (515.39) | (568.44) |
| 长期投资 | 13,503.63 | 22,539.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (35,051.57) | (66,148.81) | 1,854.01 | 6,326.95 | 6,703.35 |
| 投资活动现金流 | (6,927.44) | (19,986.58) | 4,590.11 | 5,811.56 | 6,134.91 |
| 债权融资 | 23,594.02 | 38,002.05 | 6,626.04 | (28,085.27) | 21,576.94 |
| 股权融资 | (4,001.72) | (2,217.30) | (12,314.00) | (11,717.94) | (13,811.04) |
| 其他 | (21,470.23) | (1,326.97) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (1,877.94) | 34,457.78 | (5,687.95) | (39,803.21) | 7,765.90 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 6,345.10 | 25,022.41 | 106,311.08 | 133,911.29 | (76,881.85) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 243,207.86 | 285,024.10 | 316,633.28 | 344,433.68 | 367,614.07 |
| 营业成本 | 163,951.07 | 208,630.76 | 232,503.82 | 254,777.59 | 273,247.54 |
| 营业税金及附加 | 18,495.37 | 15,684.62 | 17,424.04 | 21,367.03 | 22,805.03 |
| 营业费用 | 6,876.62 | 7,384.00 | 8,706.51 | 9,470.94 | 10,108.34 |
| 管理费用 | 4,315.04 | 5,434.04 | 6,332.67 | 6,888.67 | 7,352.28 |
| 研发费用 | 1,260.47 | 1,435.78 | 1,595.01 | 1,735.05 | 588.18 |
| 财务费用 | 3,159.81 | 3,386.44 | 2,659.23 | 698.40 | 157.83 |
| 资产减值损失 | 778.53 | (58.01) | (160.59) | 186.64 | (10.65) |
| 公允价值变动收益 | 53.39 | 246.22 | 0.00 | (0.02) | 0.00 |
| 投资净收益 | 6,141.42 | 6,211.15 | 5,351.39 | 5,901.32 | 5,821.29 |
| 其他 | (14,088.53) | (13,001.02) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 52,264.67 | 49,670.11 | 52,602.80 | 55,583.93 | 59,165.50 |
| 营业外收入 | 409.13 | 511.51 | 424.42 | 448.35 | 461.43 |
| 营业外支出 | 136.05 | 146.66 | 168.96 | 150.56 | 155.39 |
| 利润总额 | 52,537.76 | 50,034.96 | 52,858.26 | 55,881.73 | 59,471.53 |
| 所得税 | 12,489.55 | 12,845.49 | 13,214.56 | 13,970.43 | 14,867.88 |
| 净利润 | 40,048.21 | 37,189.48 | 39,643.69 | 41,911.30 | 44,603.65 |
| 少数股东损益 | 11,099.78 | 9,801.64 | 10,425.80 | 11,228.14 | 11,811.78 |
| 归属于母公司净利润 | 28,948.43 | 27,387.84 | 29,217.89 | 30,683.16 | 32,791.87 |
| 每股收益(元) | 2.42 | 2.29 | 2.44 | 2.56 | 2.74 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 3.06% | 17.19% | 11.09% | 8.78% | 6.73% |
| 营业利润 | 3.70% | -4.96% | 5.90% | 5.67% | 6.44% |
| 归属于母公司净利润 | 3.54% | -5.39% | 6.68% | 5.01% | 6.87% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 32.59% | 26.80% | 26.57% | 26.03% | 25.67% |
| 净利率 | 11.90% | 9.61% | 9.23% | 8.91% | 8.92% |
| ROE | 16.06% | 14.00% | 13.55% | 12.90% | 12.59% |
| ROIC | 12.75% | 10.30% | 9.77% | 11.74% | 19.59% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 78.69% | 78.36% | 82.61% | 78.91% | 78.53% |
| 净负债率 | 56.55% | 55.07% | 21.13% | -25.39% | 1.81% |
| 流动比率 | 1.51 | 1.52 | 1.36 | 1.43 | 1.46 |
| 速动比率 | 0.53 | 0.53 | 0.49 | 0.65 | 0.62 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 113.20 | 100.97 | 112.50 | 112.50 | 112.50 |
| 存货周转率 | 0.37 | 0.37 | 0.33 | 0.35 | 0.40 |
| 总资产周转率 | 0.21 | 0.22 | 0.19 | 0.19 | 0.21 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.42 | 2.29 | 2.44 | 2.56 | 2.74 |
| 每股经营现金流 | 1.27 | 0.88 | 8.97 | 14.03 | -7.58 |
| 每股净资产 | 15.06 | 16.34 | 18.01 | 19.88 | 21.76 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 7.60 | 8.04 | 7.53 | 7.17 | 6.71 |
| 市净率 | 1.22 | 1.13 | 1.02 | 0.93 | 0.85 |
| EV/EBITDA | 6.99 | 7.47 | 6.37 | 3.64 | 5.19 |
| EV/EBIT | 7.14 | 7.67 | 6.56 | 3.75 | 5.33 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |