

逆势小幅扩张，央企龙头优势显著

核心观点

- 公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 2849.3 亿元，同比增长 17.2%；实现归母净利润 273.9 亿元，同比下降 5.4%。
- **营收保持稳定增长，但结转利润率小幅下滑。**公司结转节奏稳定，2021 年营业收入保持两位数增长，但盈利能力有所下降，归母净利率同比下滑 2.3 个百分点至 9.6%。利润率下滑主要系受行业调控影响，开发项目毛利润率普遍下滑，带动综合毛利率下滑 5.8 个百分点至 26.8%。
- **销售规模逆势上涨，拿地权益比例回升。**克而瑞数据显示，2021 年百强房企销售增速同比下滑 3.5%，公司销售逆市增长，实现销售金额 5349.3 亿元，同比增长 6.4%，在排名榜单中再上升一位跃居第四位。实现销售面积 3333.0 万方，同比下降 2.2%，销售均价稳中有升。公司全年新增项目 145 个，总计容建面 2722 万方，对应总投资额为 1857 亿元，同比下降 21%。虽然公司投资强度同比下降，但在头部房企中依然位居前列，新增土储的权益比例为 72%，同比增加 7 个百分点。
- **财务保持稳健，生态业务有序推进。**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，连续 4 年保持经营活动现金流为正。公司有息负债规模为 3382 亿元，综合融资成本约 4.46%，较去年末下降 31 bp，各项指标均符合“三道红线”中绿档企业标准。此外，目前的监管政策重点支持优质的房地产企业兼并收购出险房企项目，公司在公开市场和收并购市场或许将有较好表现，有望超预期实现规模扩张。公司生态业务有序推进，保利物业在管面积达 4.65 亿平方米，全年实现营业收入 107.8 亿元，同比增长 34.2%。保利商业已开业购物中心 35 个，开业面积 247.5 万平方米。公司积极践行国家战略，继续布局租赁租房市场，报告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。

盈利预测与投资建议

- **维持买入评级，上调目标价至 22.77 元（原目标价 16.18 元）。**根据年报我们下调了对公司结算收入增速和结算毛利率的预测，调整 2022-2024 年 EPS 预测值为 2.53/2.74/3.03 元（原 2022-2023 预测值为 2.82/3.07 元），可比公司 2022 年平均估值为 9X，对应目标价 22.77 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。逆周期政策不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,109	284,933	313,113	338,200	369,979
同比增长(%)	3.0%	17.2%	9.9%	8.0%	9.4%
营业利润(百万元)	52,266	49,670	54,952	59,591	65,981
同比增长(%)	3.7%	-5.0%	10.6%	8.4%	10.7%
归属母公司净利润(百万元)	28,950	27,388	30,226	32,789	36,292
同比增长(%)	3.5%	-5.4%	10.4%	8.5%	10.7%
每股收益(元)	2.42	2.29	2.53	2.74	3.03
毛利率(%)	32.6%	26.8%	27.1%	26.8%	26.8%
净利率(%)	11.9%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%
净资产收益率(%)	17.2%	14.6%	14.3%	13.8%	13.7%
市盈率	7.2	7.6	6.9	6.4	5.7
市净率	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年04月21日）	17.51 元
目标价格	22.77 元
52 周最高价/最低价	19.88/9.17 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,197,028/1,197,028
A 股市值（百万元）	209,600
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2022 年 04 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-7.5	5.04	13.12	31.66
相对表现	-3.62	7.58	30.28	59.4
沪深 300	-3.88	-2.54	-17.16	-27.74



证券分析师

赵旭翔	zhaoxuxiang@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860521070001
吴尘染	wuchenran@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860522020001

相关报告

销售投资稳定结转承压，增持彰显管理层信心：——2021 年三季度点评	2021-10-29
业绩小幅增长，拿地下沉，融资优势凸显：——2021 年半年报点评	2021-08-25
结转放缓业绩小幅增长，投资积极财务保持稳健：——2020 年年报点评	2021-04-22

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2022/4/20	2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
万科 A	000002	19.35	3.57	1.94	2.28	2.51	5	10	8	8
招商蛇口	001979	15.34	1.55	1.31	1.41	1.55	10	12	11	10
龙湖集团	0960.HK	33.54	3.34	3.99	4.51	5.11	10	8	7	7
华润置地	1109.HK	28.98	4.18	4.54	4.74	5.24	7	6	6	6
陆家嘴	601155	10.72	0.99	1.07	1.10	1.21	11	10	10	9
	最大值						11	12	11	10
	最小值						5	6	6	6
	平均数						9	9	9	8
	调整后平均						9	9	9	8

备注：所有价格均已转换为人民币，汇率为 1 港币=0.822 人民币

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	146,019	171,384	201,709	201,486	234,792	营业收入	243,109	284,933	313,113	338,200	369,979
应收票据及应收账款	2,452	3,194	3,131	3,382	3,700	营业成本	163,955	208,631	228,376	247,520	270,801
预付账款	42,197	42,686	46,967	50,730	55,497	营业税金及附加	18,497	15,685	18,787	20,292	22,199
存货	741,475	809,656	910,466	1,004,622	1,088,403	营业费用	6,877	7,384	7,942	8,022	8,142
其他	204,094	220,421	250,282	265,376	284,497	管理费用及研发费用	5,583	6,870	6,956	7,137	7,378
流动资产合计	1,136,237	1,247,342	1,412,556	1,525,596	1,666,888	财务费用	3,159	3,386	2,374	2,083	2,016
长期股权投资	72,550	95,089	80,000	90,000	100,000	资产减值损失	(779)	58	91	9	8
固定资产	7,662	11,275	17,284	26,440	37,621	公允价值变动收益	53	246	150	150	182
在建工程	546	571	6,200	9,452	11,617	投资净收益	6,141	6,211	6,087	6,148	6,209
无形资产	430	404	323	242	162	其他	255	293	129	156	157
其他	34,016	45,251	44,808	45,693	46,580	营业利润	52,266	49,670	54,952	59,591	65,981
非流动资产合计	115,204	152,591	148,615	171,828	195,980	营业外收入	409	512	424	448	461
资产总计	1,251,441	1,399,933	1,561,171	1,697,425	1,862,867	营业外支出	136	147	169	151	155
短期借款	4,777	4,094	5,000	5,000	5,000	利润总额	52,539	50,035	55,207	59,889	66,287
应付票据及应付账款	151,483	139,597	191,836	207,917	227,473	所得税	12,490	12,845	13,802	14,972	16,572
其他	595,503	675,127	729,090	789,898	859,975	净利润	40,049	37,189	41,405	44,917	49,716
流动负债合计	751,763	818,817	925,926	1,002,815	1,092,448	少数股东损益	11,100	9,802	11,179	12,127	13,423
长期借款	207,160	231,904	253,504	275,104	306,704	归属于母公司净利润	28,950	27,388	30,226	32,789	36,292
应付债券	25,066	41,620	32,735	33,140	35,831	每股收益(元)	2.42	2.29	2.53	2.74	3.03
其他	752	4,678	4,654	4,654	4,654						
非流动负债合计	232,979	278,201	290,892	312,898	347,189	主要财务比率					
负债合计	984,742	1,097,019	1,216,819	1,315,712	1,439,637		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	86,407	107,354	118,533	130,660	144,084	成长能力					
股本	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970	营业收入	3.0%	17.2%	9.9%	8.0%	9.4%
资本公积	18,413	17,817	17,817	17,817	17,817	营业利润	3.7%	-5.0%	10.6%	8.4%	10.7%
留存收益	129,541	147,126	177,352	202,584	230,680	归属于母公司净利润	3.5%	-5.4%	10.4%	8.5%	10.7%
其他	20,372	18,647	18,680	18,680	18,680	获利能力					
股东权益合计	266,699	302,914	344,352	381,713	423,231	毛利率	32.6%	26.8%	27.1%	26.8%	26.8%
负债和股东权益总计	1,251,441	1,399,933	1,561,171	1,697,425	1,862,867	净利率	11.9%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%
						ROE	17.2%	14.6%	14.3%	13.8%	13.7%
						ROIC	7.9%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
						偿债能力					
						资产负债率	78.7%	78.4%	77.9%	77.5%	77.3%
						净负债率	56.5%	55.1%	43.4%	45.0%	40.8%
						流动比率	1.51	1.52	1.53	1.52	1.53
						速动比率	0.52	0.53	0.54	0.52	0.53
						营运能力					
						应收账款周转率	113.2	101.2	99.2	103.9	104.5
						存货周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						每股指标(元)					
						每股收益	2.42	2.29	2.53	2.74	3.03
						每股经营现金流	1.27	0.88	0.95	0.32	2.22
						每股净资产	15.06	16.34	18.87	20.97	23.32
						估值比率					
						市盈率	7.2	7.6	6.9	6.4	5.7
						市净率	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
						EV/EBITDA	6.2	6.5	6.0	5.6	5.0
						EV/EBIT	6.2	6.5	6.0	5.6	5.1

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	40,049	37,189	41,405	44,917	49,716
折旧摊销	286	213	382	491	630
财务费用	3,159	3,386	2,374	2,083	2,016
投资损失	(6,141)	(6,211)	(6,087)	(6,148)	(6,209)
营运资金变动	(37,921)	(16,571)	(28,017)	(36,385)	(18,361)
其它	15,723	(7,456)	1,283	(1,140)	(1,174)
经营活动现金流	15,156	10,551	11,341	3,818	26,618
资本支出	(438)	(3,605)	(11,829)	(12,704)	(13,782)
长期投资	(15,276)	(28,553)	15,089	(10,000)	(10,000)
其他	8,786	12,171	5,483	6,298	6,391
投资活动现金流	(6,927)	(19,987)	8,743	(16,407)	(17,390)
债权融资	25,541	42,168	11,708	22,006	34,291
股权融资	124	(593)	0	0	0
其他	(27,543)	(7,117)	(1,468)	(9,639)	(10,214)
筹资活动现金流	(1,878)	34,458	10,240	12,366	24,078
汇率变动影响	(40)	(53)	-0	-0	-0
现金净增加额	6,311	24,970	30,325	(223)	33,305

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券资产管理、私募业务合计持有保利发展(600048)股票占发行量 1% 以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn