

## 保利发展 (600048.SH) 进击的龙头, “一主两翼” 协同核心城市群价值成长

2022年05月30日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

齐东 (分析师)

qidong@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

日期	2022/5/30
当前股价(元)	15.86
一年最高最低(元)	19.88/9.76
总市值(亿元)	1,898.49
流通市值(亿元)	1,898.49
总股本(亿股)	119.70
流通股本(亿股)	119.70
近3个月换手率(%)	54.88

### ● 经营管理能力优秀的龙头央企

本轮供给侧改革结束后, 行业竞争格局将显著改善, 且地产托底政策持续出台, 行业销售未来预计将逐渐修复。我们认为公司作为经营管理能力优秀的龙头央企, 已经深耕核心城市群多年, 在未来的行业竞争中具有较大优势。由于行业整体去化率下行, 我们下调公司 2022-2023 年盈利预测 (原值分别为 345.7、376.3 亿元), 新增 2024 年盈利预测。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 264.8、281.4、324.7 亿元, EPS 分别为 2.21、2.35、2.71 元, 当前股价对应 P/E 估值分别为 7.2、6.7、5.8 倍。由于公司基本面非常稳健, 维持“买入”评级。

### ● 住宅开发: 大局观与执行力并重, 领先核心城市群市场

**销售端:** 公司发家并长期经营广州市场, 对高能级城市的长期市场机会将更加超前的理解, 公司核心城市群深耕战略先人一步, 产品体系针对市场需求持续迭代, 区域布局不断优化, 重点城市市场份额持续提升。

**投资端:** 坚持“核心城市+城市群”深耕战略, 拿地强度灵活调整。受益本轮行业供给侧改革, 市场份额有望进一步提升。2021年6月至2022年4月底, 保利发展共获取土地 90 块, 对应总拿地金额 1256.2 亿, 位居行业第一。

### ● 非住业务: “一主两翼” 战略再升级, 打造不动产生态发展平台

公司在 2018 年将“一主两翼”战略进一步升级为“以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼”, 打造不动产生态发展平台。公司综合服务翼已经涵盖物业、建筑、经济、商业、酒店等 10 大业务板块; 不动产金融翼业务规模持续扩张, 累计基金管理规模超 1700 亿, 协同赋能潜力较大。

### ● 经营表现: 长期稳健经营典范, 盈利能力有望企稳回升

2021 年公司实现营业收入 2850.24 亿, 同比增长 17.2%; 实现归母净利润 273.88 亿, 同比下降 5.4%。公司财务情况良好, 三道红线指标全部为绿档。

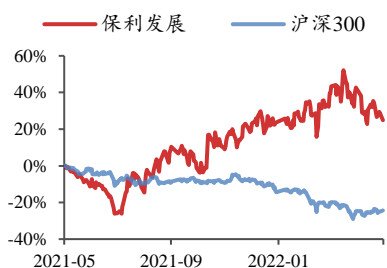
● **风险提示:** 居民收入受疫情反复影响, 公司销售规模不及预期

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,208	285,024	338,324	350,503	381,488
YOY(%)	3.1	17.2	18.7	3.6	8.8
归母净利润(百万元)	28,948	27,388	26,479	28,141	32,467
YOY(%)	3.5	-5.4	-3.3	6.3	15.4
毛利率(%)	32.6	26.8	23.5	24.0	25.0
净利率(%)	11.9	9.6	7.8	8.0	8.5
ROE(%)	15.0	12.3	10.9	10.6	11.1
EPS(摊薄/元)	2.42	2.29	2.21	2.35	2.71
P/E(倍)	6.6	6.9	7.2	6.7	5.8
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (股价截至 2022 年 5 月 30 日)

### 股价走势图



数据来源: 聚源

## 目 录

1、 管理层顺利完成换届，整装再出发 .....	4
2、 住宅开发：大局观与执行力并重，领先核心城市群市场 .....	6
2.1、 坚定住宅开发主业，销售规模稳步提升 .....	6
2.2、 大局观超前，深耕核心城市群成绩斐然 .....	7
2.3、 拿地强度灵活调整，受益供给侧改革，市场份额有望进一步提升 .....	11
2.4、 存量土储充沛支持公司灵活调整拿地销售节奏 .....	15
3、 非住宅业务：“一主两翼”战略再升级，打造不动产生态发展平台 .....	16
3.1、 多元业务有序发展，营收占比持续提升 .....	16
3.2、 综合服务翼：完善人居产业链条，绑定核心城市群长期价值增长 .....	17
3.3、 不动产金融翼：规模持续扩张，协同赋能潜力较大 .....	21
4、 经营表现：长期稳健经营模范，新时代优势更为显著 .....	22
4.1、 营收稳健利润承压，已售未结保障收入增长 .....	22
4.2、 财务保持一贯稳健，融资优势明显 .....	23
4.3、 公司盈利能力有望见底回升 .....	25
5、 盈利预测与投资建议 .....	26
6、 风险提示 .....	27
附：财务预测摘要 .....	28

## 图表目录

图 1： 保利发展管理层顺利完成换届 .....	4
图 2： 保利发展 2021 年实现销售金额 5349 亿 .....	6
图 3： 保利发展 2021 年实现销售面积 3333 万方 .....	6
图 4： 保利发展销售面积增速长期领先行业 .....	7
图 5： 保利发展销售金额增速长期领先行业 .....	7
图 6： 保利发展战略从始至终定位核心城市群 .....	8
图 7： 保利发展搭建全生命周期居住系统产品体系 .....	8
图 8： 保利发展 2021 年销售过百亿城市达 17 个 .....	9
图 9： 保利发展核心区域销售占比保持高位 .....	9
图 10： 2021 年保利发展销售均价有所提升 .....	10
图 11： 2021 年保利发展 22 个城市的销售面积超过 50 万平方米 .....	10
图 12： 2021 年保利发展拿地金额同比下降 21% .....	12
图 13： 2021 年保利发展拿地面积同比下降 15% .....	12
图 14： 保利发展拿地权益比例长期高于 60% .....	12
图 15： 保利发展在一、二线城市拿地面积占比长期保持在 60% 以上 .....	13
图 16： 保利发展 2021 年拿地均价有所下降 .....	13
图 17： 保利发展拿地节奏灵活调整，规避市场高点 .....	13
图 18： 2021 年下半年以来，公司总拿地金额领先行业 .....	14
图 19： 2021 年下半年以来，保利发展权益拿地金额仅次于中海地产 .....	14
图 20： 截止 2021 年底，保利发展重点布局城市可售面积充沛 .....	15
图 21： 2018 年保利发展战略升级，目标打造不动产生态发展平台 .....	16
图 22： 2021 年保利发展两翼业务实现营收 230.89 亿 .....	17

图 23: 保利发展两翼业务营收占比总体呈现上升趋势.....	17
图 24: 保利发展持续完善人居产业链, 绑定区域长期价值成长.....	18
图 25: 2021 年保利物业实现营业收入 107.8 亿元.....	19
图 26: 2021 年保利物业实现归母净利润达 8.46 亿元.....	19
图 27: 保利物业在管规模与合约规模稳健提升.....	19
图 28: 保利物业第三方项目面积贡献占比持续提升.....	19
图 29: 保利物业非居业态管理面积占比持续提升.....	20
图 30: 截止 2021 年末, 保利发展不动产金融累计基金管理规模突破 1700 亿.....	22
图 31: 保利发展金融机构战略合作, 护航产业投资赋能.....	22
图 32: 2021 年保利发展实现营业收入 2850.48 亿.....	23
图 33: 2021 年保利发展实现归母净利润 273.88 亿.....	23
图 34: 保利发展 2021 年结算利润率水平下行.....	23
图 35: 保利发展 2021 年结算毛利率高于同业.....	23
图 36: 保利发展 2021 年底已售未结资源依旧充沛.....	23
图 37: 2021 年保利发展综合融资成本进一步下行.....	24
图 38: 保利发展债务结构保持健康.....	24
图 39: 保利发展综合融资成本处于行业较低水平.....	24
图 40: 保利发展上市以来 ROE 水平出现三轮下行与两轮上行.....	25
图 41: 保利发展不同时期盈利水平受不同因素影响.....	25
表 1: 保利发展分别在 2012 年和 2016 年实施了股权激励政策.....	4
表 2: 保利发展第二期股权激励覆盖范围有所扩大.....	5
表 3: 保利发展管理层积极增持.....	5
表 4: 保利发展四大产品系满足不同层次人群的需求.....	9
表 5: 保利发展深耕城市能级持续提升.....	11
表 6: 保利发展在五大重点布局城市群依旧保持较高拿地力度.....	15
表 7: 保利发展综合服务翼已覆盖十大业务板块.....	17
表 8: 保利商业已形成三大产品系.....	20
表 9: 保利酒店旗下拥有 4 个自主酒店品牌.....	21
表 10: 保利发展自持类业态规模持续增长.....	21
表 11: 保利发展三道红线指标全部维持绿档.....	24
表 12: 保利发展在杠杆水平显著低于行业的同时保持了较高的 ROE.....	26
表 13: 预计保利发展 2022 年业绩短暂承压后恢复增长.....	27
表 14: 可比公司盈利预测与估值.....	27

## 1、管理层顺利完成换届，整装再出发

管理团队顺利换届，核心管理团队扎根公司多年，坚持战略引领，保障公司战略的贯彻实施。2021年7月29日，公司公告，刘平先生被选举担任公司董事长；2021年8月17日，公司公告聘任周东利先生为公司总经理，同时提名为第六届董事会董事候选人；拟聘任王一夫先生为公司财务总监。

新团队坚持战略引领，积极实施组织变革，实施精益管理，运营效率不断提升。总部层面强化引领与赋能，进一步整合地产相关业务条线，聚焦业务协同，加强相关产业统筹规划，组建产业管理中心。中台层面实施集约化管理，成立华东、华南两大共享中心。区域层面搭建扁平、高效的两级管理架构，先后成立江南、苏通、粤中三大平台公司，覆盖无锡、常州、苏州、南通、中山、珠海等城市，对应市场销售超6000亿。公司通过优化一城一策标准、推广新型建造体系以及强化关键节点管控从而实现运营效率的不断提升。

图1：保利发展管理层顺利完成换届



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司通过股权激励与项目跟投相结合的长效激励机制，吸引、保留和激励核心人才，增进核心骨干团队的凝聚力、向心力。公司分别在2012年和2016年实施了股权激励政策。

表1：保利发展分别在2012年和2016年实施了股权激励政策

批次	通过时间	期权数量(万份)	行权价格(元/股)	激励对象
第一期	2012/04/26	5567	9.97	公司部分董事、高级管理人员及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的骨干和技术骨干，共178人
第二期	2016/08/12	12978.3018	8.72	公司部分董事、高级管理人员及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的骨干和技术骨干，激励对象共682人

资料来源：公司公告、开源证券研究所

第二期较第一期来看，无论是在期权数量还是覆盖范围上均有所扩大，对增强核心骨干团队凝聚力、向心力有重要意义。2017 年底，公司启动房地产项目跟投机制，进一步完善约束、激励机制，提高公司运营效率，保障股东合法权益。

**表2：保利发展第二期股权激励覆盖范围有所扩大**

姓名	职务	第一个行权期（2018 年 9 月 12 日-2020 年 6 月 24 日）		第二个行权期（2019 年 9 月 2 日-2021 年 7 月 8 日）		第三个行权期（2020 年 9 月 18 日-2022 年 1 月 21 日）		合计	
		行权数量（万股）	行权占第二期股票期权激励计划已授予期权总量的比例	行权数量（万股）	行权占第二期股票期权激励计划已授予期权总量的比例	行权数量（万股）	行权占第二期股票期权激励计划已授予期权总量的比例	行权数量（万股）	行权占第二期股票期权激励计划已授予期权总量的比例
张万顺	董事	18.22	0.15%	18.22	0.15%	18.77	0.16%	55.21	0.46%
刘平	董事、总经理	18.22	0.15%	18.22	0.15%	15.01	0.13%	51.45	0.43%
陈冬桔	副总经理	18.21	0.15%	18.22	0.15%			36.43	0.30%
王健	副总经理	18.22	0.15%					18.22	0.15%
胡在新	副总经理								
吴章焰	副总经理								
张伟	副总经理	18.22	0.15%	18.22	0.15%	11.26	0.10%	47.70	0.40%
周东利	副总经理	18.22	0.15%	18.22	0.15%	18.77	0.16%	55.21	0.46%
刘文生	副总经理			13.25	0.11%	13.65	0.12%	26.90	0.23%
刘颖川						13.65	0.12%	13.65	0.12%
黄海	董事会秘书	18.22	0.15%	18.22	0.15%	18.77	0.16%	55.21	0.46%
潘志华	副总经理			13.25	0.11%	13.65	0.12%	26.90	0.23%
董事、高级管理人员小计		127.53	1.08%	135.82	1.12%	123.53	1.06%	386.88	3.26%
其他激励对象小计		3,742.54	31.58%	3612.83	30.59%	3445.99	29.06%	10801.36	91.23%
总计		3870.07	32.65%	3748.65	31.70%	3569.52	30.12%	11188.24	94.49%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**实际控制人与管理层积极增持，彰显对公司未来发展的信心。**2021 年 8 月 4 日公司公告保利集团增持共计 50 万股，约占公司总股本的 0.0042%。且基于对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可，保利集团拟在未来 6 个月内继续通过上海证券交易所交易系统增持公司股份，累计增持比例不低于 0.0042%、不超过公司总股本 2%。与此同时，公司董事长、总经理刘平先生及全体高级管理人员计划自 2021 年 8 月 4 日起 6 个月内增持公司股份，合计增持金额不低于人民币 800 万元、不超过人民币 1500 万元，增持价格不超过 15.06 元/股。截至 2021 年末，公司董事长、总经理刘平先生本次增持 276000 股。公司监事胡在新先生、王全良先生于报告期内分别增持 55000 股，47000 股，均为二级市场增持公司股票。

**表3：保利发展管理层积极增持**

姓名	职务	本次增持数量（股）	增持金额（万元）	增持后持股比例（%）
刘平	董事长	276,000	300.62	0.0642

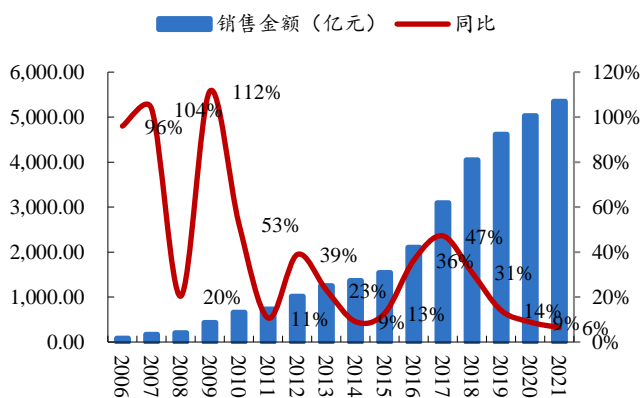
姓名	职务	本次增持数量 (股)	增持金额 (万元)	增持后持股比例 (%)
周东利	董事、总经理	70,100	79.97	0.0052
胡在新	董事	55,000	59.73	0.0074
孔峻峰	监事会主席	33,400	50.07	0.0003
张伟	副总经理	46,500	53.74	0.0044
黄海	董事会秘书	45,000	50.40	0.0092
王全良	原纪委书记、原 监事会主席	47,400	51.43	0.0004
潘志华	副总经理	33,600	50.10	0.0025
刘文生	副总经理	40,000	61.11	0.0046
张艳华	副总经理	32,500	50.15	0.0003
刘颖川	副总经理	35,000	51.50	0.0014
合计		714,500	858.81	0.0999

资料来源：公司公告、开源证券研究所

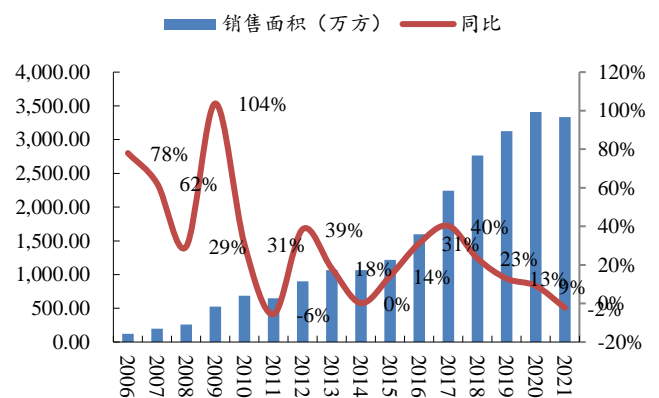
## 2、住宅开发：大局观与执行力并重，领先核心城市群市场

### 2.1、坚定住宅开发主业，销售规模稳步提升

保利发展 2006 年上市之初的销售尚不足百亿，2012 成为全国第二家销售金额突破 1000 亿的房企；截至 2021 年，保利发展实现销售金额 5349 亿。2006-2021 年，公司年销售金额规模扩大 65 倍，复合增速 31.9%；销售面积由 123 万方提升至 3333 万方，扩大 27 倍，复合增速 24.6%。而同期全国房地产销售金额与销售面积的复合增速分别为 15.5%、7.3%。公司充分把握住了我国房地产行业高速发展带来的市场机会，销售增速表现绝大多数年份均优于行业，实现了经营规模的跨越式发展。

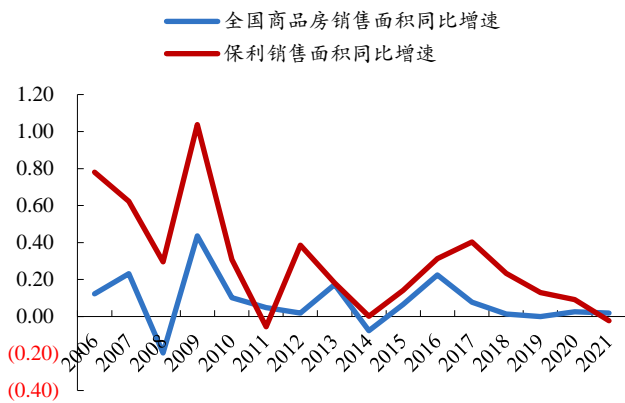
**图2：保利发展 2021 年实现销售金额 5349 亿**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：保利发展 2021 年实现销售面积 3333 万方**


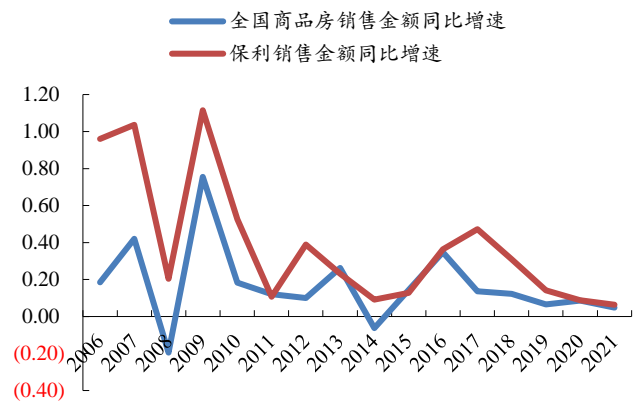
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：保利发展销售面积增速长期领先行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：保利发展销售金额增速长期领先行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

面对过去房地产行业相对高频的周期波动，公司始终坚持以住宅开发为主的战略路线。近年来伴随着行业整体增速的下行，公司在2018年升级“一主两翼”战略，强调形成以不动产投资开发为主体，以综合服务与不动产金融为翼的“一主两翼”业务布局，通过三者的协同发展，打造不动产生态发展平台。

## 2.2、大局观超前，深耕核心城市群成绩斐然

保利发展起步于广州，1995年推出了第一个楼盘——海珠区保利红棉花园，体量超过20万平方米。开盘后一年项目清盘；1999年保利花园开盘，该小区被建设部列为“国家康居示范小区”评选范围，并与2003年6月正式成为“国家康居示范小区”。保利花园也创下了当年广州楼市单日成交记录，排队购房者络绎不绝。保利发展深度经营的第一个市场就是一线城市广州，公司天生具有高能级城市的基因。早期在广州市场多年的经营经验让保利发展对高能级城市的长期市场机会**有更加超前的理解**。早在2002年保利发展刚刚完成股份制改革，公司决定走出广州之时便制定了“三个为主，两个结合”的战略，提出“以房地产为主业，拓展相关产业；以省会及中心城市为主，逐步向二三线城市辐射；以住宅开发为主，有计划地增持**国家中心城市的商业地产**”。彼时中国的城镇化率还处于较低水平，全国商品房市场均蓬勃发展，高能级城市市场机会相较低能级城市并无明显优势，公司战略具有前瞻性。在2013年，保利发展进一步提出“3+2+X”城市群布局，布局以北京、上海、广州为核心的环渤海、长三角、珠三角城市群，以成都、重庆为中心的成渝城市群，武汉为中心的中部城市群；以及海西经济区等重点区域。相较于近五年随着三四线市场需求的下滑，开始战略布局转移高能级城市的房企，在核心城市群，保利发展具有超过10年的先发优势。

图6：保利发展战略从始至终定位核心城市群



资料来源：公司年报、开源证券研究所

产品品质在高能级市场的竞争中尤为重要，为了保持自身产品体系长期的竞争力，保利发展高度注重产品体系建设。公司在2016年首次推出“全生命周期居住系统”，2020年升级为“全生命周期居住系统2.0——Well集和社区”，再到以“乐、颜、精、智、康”为核心价值的五维度美学价值新产品体系：和美精装、和趣景观两大体系。保利发展通过对标全球领先房地产企业的发展现状、产品特点、未来趋势及竞争差异化特征，不断升级迭代产品体系。长期的深耕经验也让公司更加了解市场需求，针对高能级城市年轻人口持续流入的长期趋势，保利发展精准定位刚性需求与改善需求，在保持产品品质的前提下，产品打造以144平米以下的中小户型为主。目前公司形成“康居、善居、逸居、尊居”四大产品系，满足不同层次人群的需求。

图7：保利发展搭建全生命周期居住系统产品体系



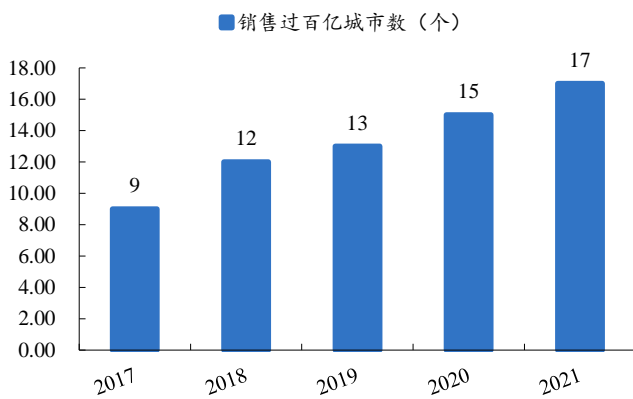
资料来源：公司官网、开源证券研究所

**表4: 保利发展四大产品系满足不同层次人群的需求**

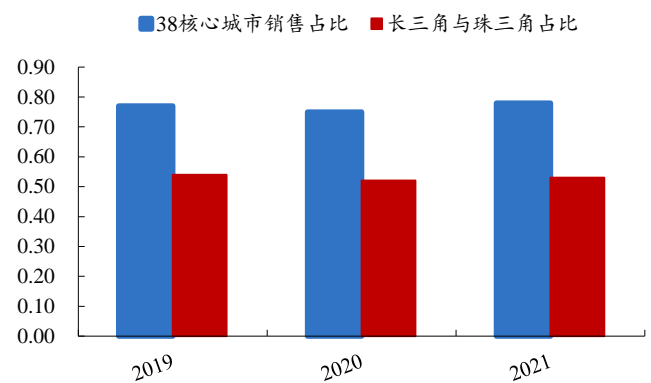
产品系列	产品特性	产品定位	典型项目
康居	以居者有其屋为理念, 将城市边缘转化为主流人群聚集的居住群落, 主打时尚简约、温馨居家概念	刚需	保利花园、保利百合花园、保利春天里
善居	以优越居住为理念, 打造都市生活多元化成熟居住模式, 营造成熟、舒适、有品位、有品质的人居氛围和归属感, 突出项目个性和生活情调	刚需/首改	保利东湾、保利西海岸、保利中航城
逸居	以“自然和美”为理念, 为智富阶层创造新居住环境, 为智富阶层创造极致享受的生活体验, 打造超脱喧嚣浮华、超凡脱俗的人居氛围	首改/再改	保利中央公馆、保利香槟国际、保利大都会
尊居	满足高端人群文化传承和财富沉淀诉求, 打造满足顶层人士心灵追求的居住空间	终改	保利“天”字系列

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

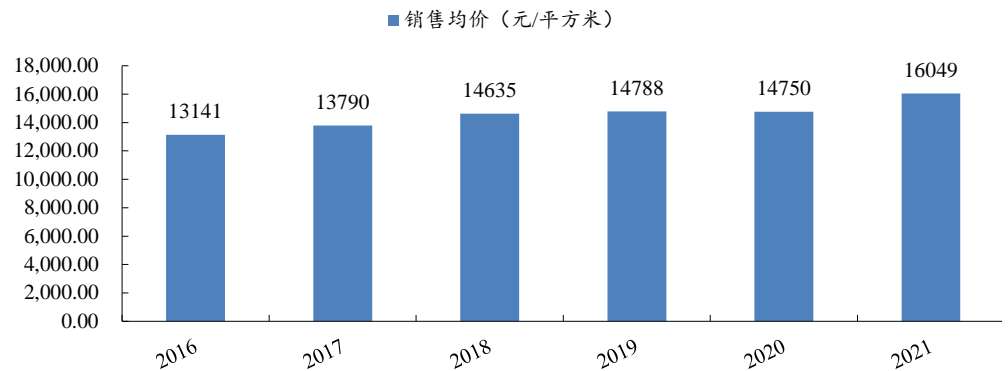
依靠丰富的市场经验与持续迭代的产品体系, 保利发展在核心城市群市场竞争力持续提升。根据 2021 年年报, 公司在 38 个核心城市销售贡献达 78%。珠三角、长三角两大优势区域签约销售合计超过 2800 亿, 合计销售占比达 53%。单城签约过百亿城市 17 个, 较 2020 年增加 2 个, 合计销售贡献超 3400 亿元。其中广州、佛山合计实现销售规模超 920 亿, 杭州首次突破 300 亿, 南京、北京超 200 亿, 东莞、上海、郑州、武汉等超 100 亿。随着销售城市能级的提升, 公司的销售均价进一步提升至 16049 元/平, 同比增长 8.8%。

**图8: 保利发展 2021 年销售过百亿城市达 17 个**


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

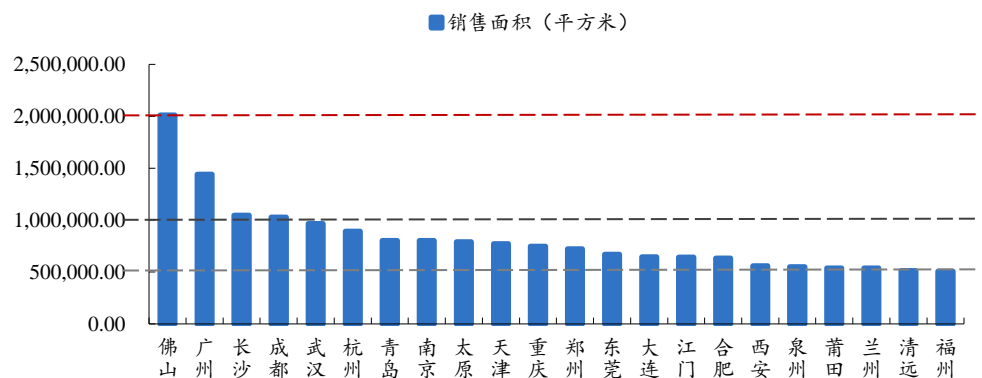
**图9: 保利发展核心区域销售占比保持高位**


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

**图10：2021年保利发展销售均价有所提升**


数据来源：公司年报、开源证券研究所

从销售面积上看，根据2021年年报，公司在佛山销售面积超过200万方；在广州、长沙、成都销售面积超过100万方；在武汉、杭州、青岛、南京、太原、重庆等18个城市超过50万方；累计实现50万方以上销售面积城市达到22个，较2020年增加5个。

**图11：2021年保利发展22个城市的销售面积超过50万平方米**


数据来源：公司年报、开源证券研究所

注：公司单城市销售面积计算不包含公司未披露明细项目

从公司近5年城市销售面积内部排名变化上看，也可以体现公司**进一步提升城市能级，更加聚焦核心城市群的战略思路**。公司在传统强势城市佛山、广州、成都、武汉、青岛依旧保持了较高且稳定的销售规模，在杭州、南京、长沙、天津、郑州等强二线城市的销售面积提升趋势明显。

**表5：保利发展深耕城市能级持续提升**

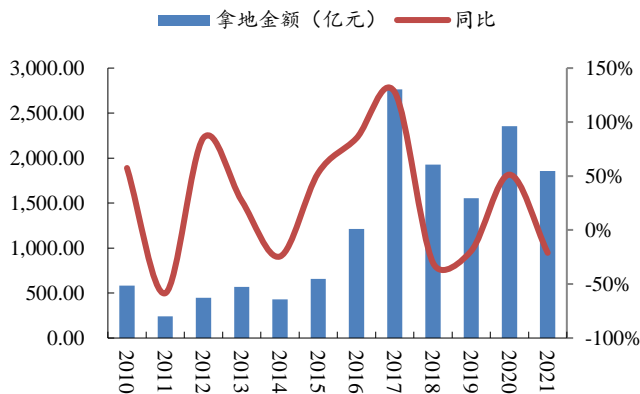
销售面积排名	2017	2018	2019	2020	2021
1	成都	广州	佛山	佛山	佛山
2	佛山	青岛	武汉	广州	广州
3	武汉	佛山	成都	成都	长沙
4	广州	重庆	广州	青岛	成都
5	重庆	成都	青岛	武汉	武汉
6	南昌	南昌	重庆	长沙	杭州
7	西安	武汉	长沙	沈阳	青岛
8	合肥	中山	西安	太原	南京
9	中山	合肥	太原	福州	太原
10	南京	东莞	南昌	天津	天津
11	太原	太原	沈阳	江门	重庆
12	泉州	西安	兰州	南京	郑州
13	沈阳	沈阳	石家庄	重庆	东莞
14	青岛	天津	江门	清远	大连
15	长沙	北京	天津	杭州	江门
16	兰州	长沙	清远	长春	合肥
17	东莞	石家庄	昆明	兰州	西安
18	郑州	兰州	南京	西安	泉州
19	石家庄	眉山	徐州	合肥	莆田
20	天津	南京	南通	南昌	兰州

资料来源：公司年报、开源证券研究所

### 2.3、拿地强度灵活调整，受益供给侧改革，市场份额有望进一步提升

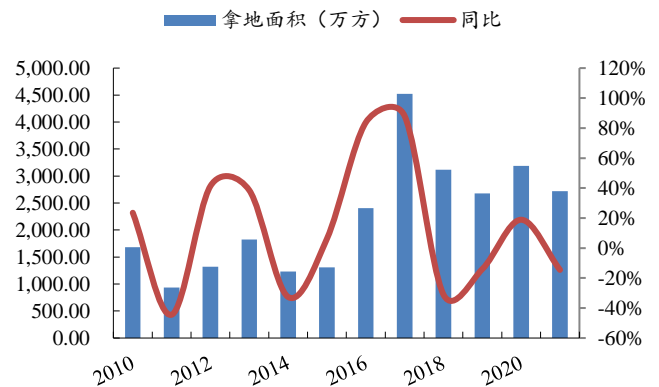
相较于销售规模的稳步增长，保利发展投资端的调整更为灵活。公司在2015-2017年连续三年拿地金额增速持续高于销售增速，三年拿地强度持续提升，拿地金额/销售金额分别为43%、58%、89%。尤其在2017年，公司充分发挥多元化拿地能力，先是完成中国航空工业集团有限公司旗下11个项目收购，对应建面538万平，后公司又以现金方式收购保利（香港）控股有限公司50%股权，进一步扩大业务规模。公司2017年单年新增项目204个，对应拿地金额2765亿，总新增容积率面积4520万方，同比分别增长88%和128%。2018年后随着行业长效机制持续推进，中央对“房住不炒”的态度进一步强调，房企金融监管也更加审慎，公司主动调整了拿地节奏，整体拿地力度有所下降。受“三道红线”、“房贷集中管理制度”、行业出现信用危机，预售资金强监管等一系列事件影响，房地产行业在2021年出现了较大的调整，多数高杠杆房企陷入资金困境，现金流周转困难，经营性支出几乎停滞。而保利发展依旧保持了一定的投资力度，全年新增项目145个，新增容积率面积2722万平方米，对应投资金额1857亿元。尽管拿地金额与面积分别同比下降21%、15%，但考虑行业处于特殊时期，保利发展拿地体量仍然非常可观。相较灵活调整的投资力度，公司拿地权益比例维持相对稳定，长期保持在60%-80%之间，这也是源于公司较强的项目运营能力。

图12: 2021年保利发展拿地金额同比下降21%



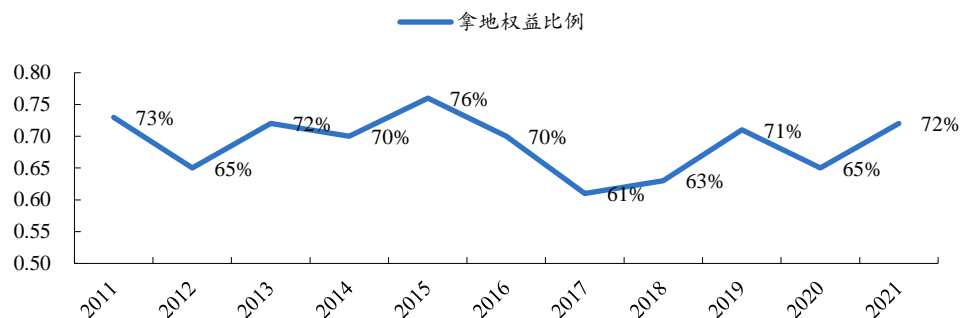
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图13: 2021年保利发展拿地面积同比下降15%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

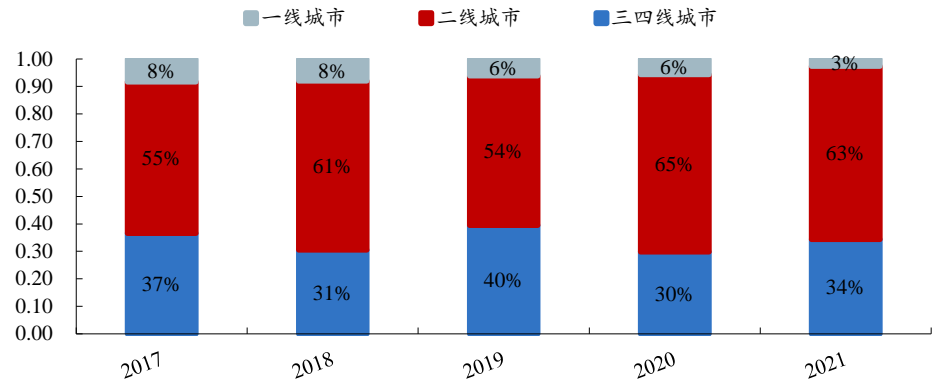
图14: 保利发展拿地权益比例长期高于60%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

保利发展拿地同样坚持“核心城市+城市群”深耕战略，始终聚焦具有长期人口流入潜力的重点城市群。尽管已经实现全国化布局，但公司在重点一、二线城市的拿地面积占比长期保持在60%以上。2021年公司重点补充销售贡献高的优质区域货值，2021年新增资源中珠三角、长三角拓展金额占比合计为54%，较2020年提升7个百分点。同时公司避开2021年1季度一批次集中供地拿地高点，在第二批、第三批供地热度下降后加大拿地力度，全年新增项目平均楼面地价为6821元/平方米，同比下降8%，新增项目利润率预计有所回升。

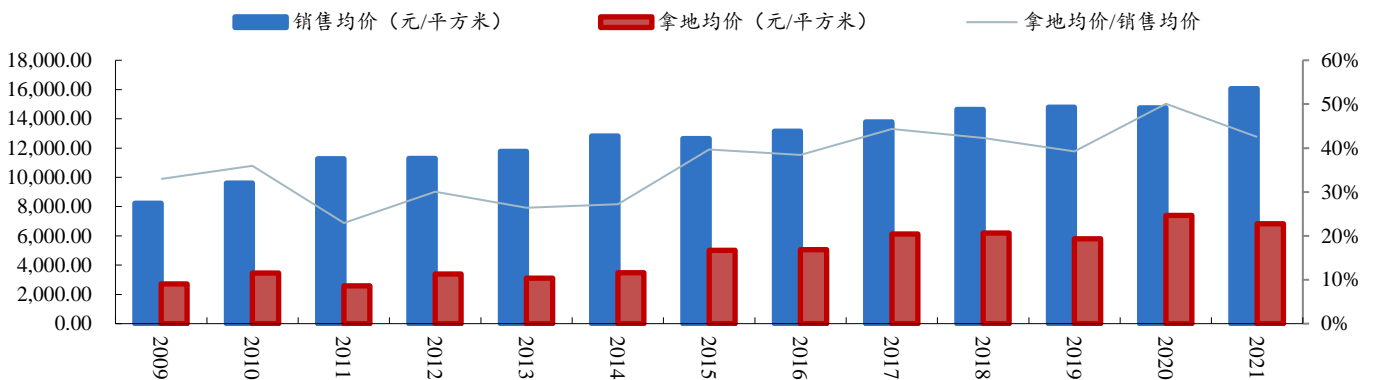
图15: 保利发展在一、二线城市拿地面积占比长期保持在60%以上



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

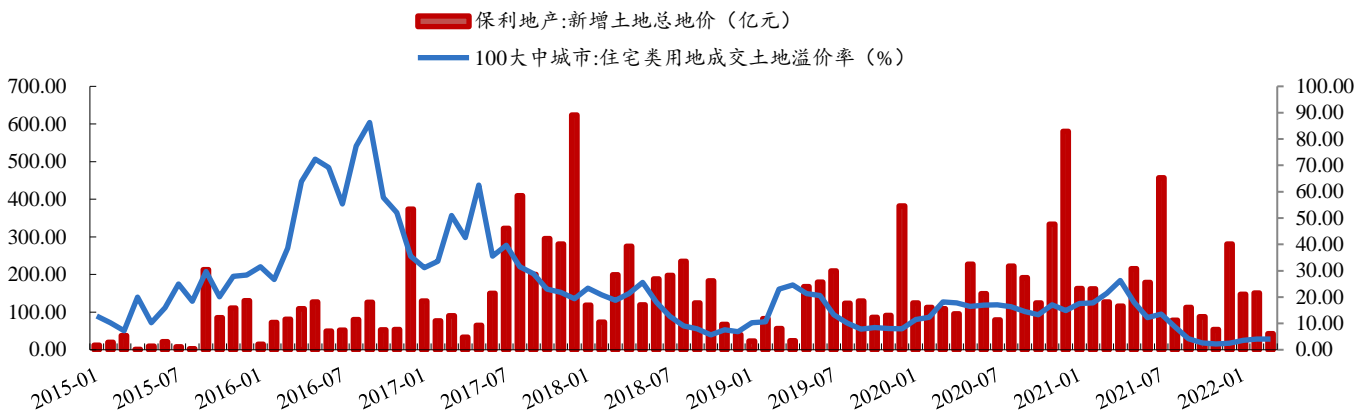
尽管拿地以高能级城市为主, 但公司投资保持定力, 严控项目成本保障利润率水平。虽然行业大的周期影响在所难免, 但公司也尽量做到不在市场过热时盲目追高, 尽可能在市场相对低点拿地。

图16: 保利发展2021年拿地均价有所下降



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

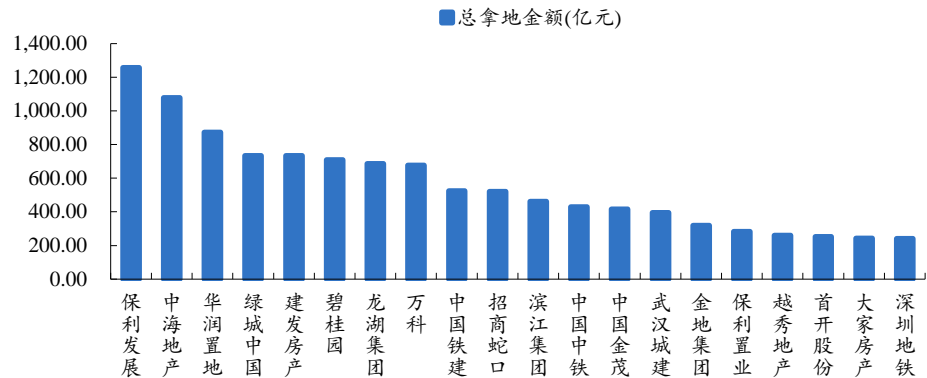
图17: 保利发展拿地节奏灵活调整, 规避市场高点



数据来源: Wind、开源证券研究所

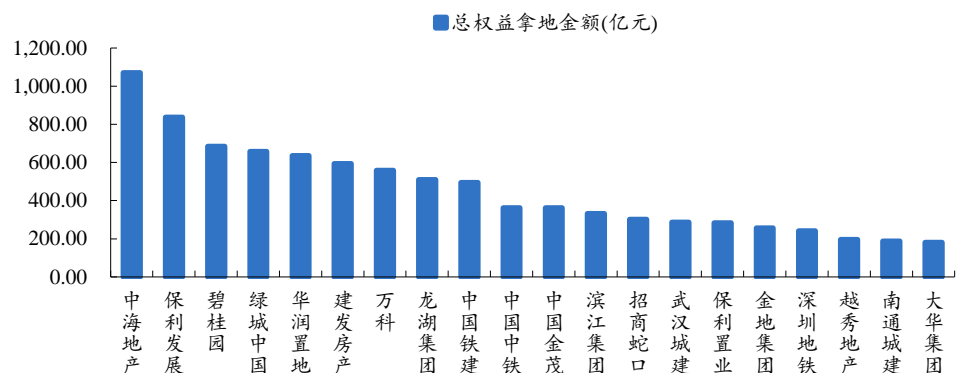
受益供给侧改革，市场份额有望进一步提升。本轮行业供给侧改革仍在持续，作为稳健经营的龙头央企，2021年下半年行业信用风险暴露以来，保利发展在土地市场的优势持续显现。根据中指研究院数据，2021年6月至2022年4月底，保利发展共获取住宅用地及含住宅的综合用地90块，对应总拿地金额1256.2亿，位居行业第一。

图18：2021年下半年以来，公司总拿地金额领先行业



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

图19：2021年下半年以来，保利发展权益拿地金额仅次于中海地产



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

分城市群看，公司在重点布局的几大城市群均有所涉猎，且依旧保持着较高的拿地份额。根据中指研究院数据，2021年6月至2022年4月底，公司在珠三角城市群总拿地金额260亿，位列第二；在长三角城市群总拿地380亿，位列第四；在粤闽浙城市群拿地242亿，位列第二；在京津冀城市群总拿地金额90亿，位列第九，在长江中游城市群拿地102亿，位列第五。

**表6: 保利发展在五大重点布局城市群依旧保持较高拿地力度**

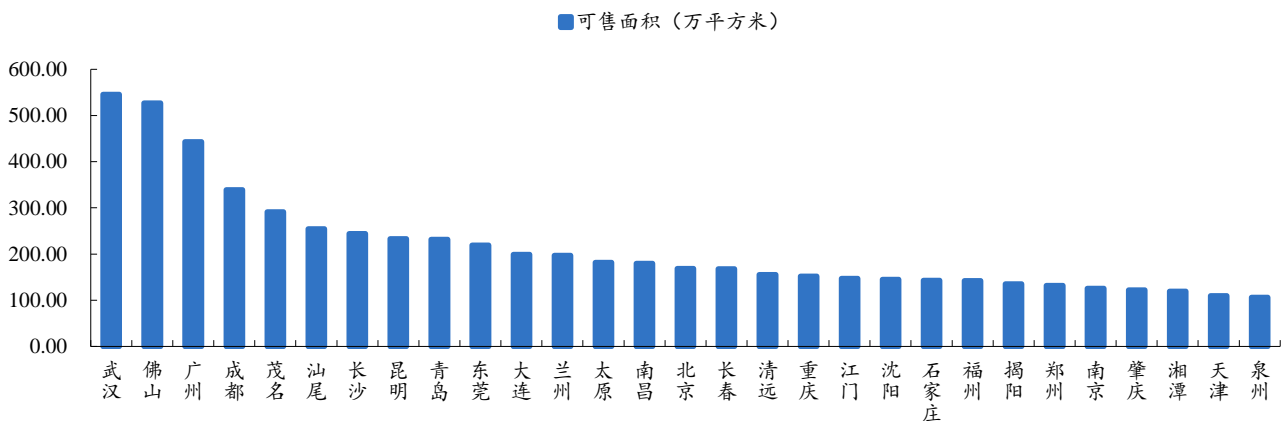
排名	珠三角城市群		长三角城市群		粤闽浙城市群		京津冀城市群		长江中游城市群	
	企业	金额 (亿元)	企业	金额 (亿元)	企业	金额 (亿元)	企业	金额 (亿元)	企业	金额 (亿元)
1	中海地产	346	滨江集团	453	建发房产	428	中海地产	199	武汉城建	294
2	保利发展	260	绿城中国	413	保利发展	242	华润置地	193	瑞安房地产	165
3	深圳地铁	242	招商蛇口	404	厦门国贸	124	京投发展	175	龙湖集团	114
4	深圳控股	177	保利发展	380	厦门轨交	93	中国中铁	153	万科	102
5	万科	173	碧桂园	290	福州城建	83	首开股份	144	保利发展	102
6	华润置地	167	龙湖集团	288	中海地产	69	中建三局	129	南山控股	85
7	越秀地产	143	华润置地	271	厦门住建	42	绿城中国	125	招商蛇口	74
8	知识城	123	中海地产	265	中国金茂	40	中建五局	94	湖北科投	68
9	粤海控股	102	大家房产	223	联发集团	40	保利发展	90	绿城中国	59
10	人才安居	89	中国铁建	207	正荣地产	36	中国铁建	88	联投集团	59

数据来源: 中指研究院、开源证券研究所

值得注意的是, 在本轮供给侧改革过程中, 除了保利发展、中海地产、万科、龙湖集团等全国型龙头房企以及滨江集团、越秀地产、建发房产等市场化区域型房企保持了拿地力度外, 有更多带有城投性质的地方性国企拿地体量排到了前列。我们认为相较更加市场化的传统房企, 这类企业的项目周转速度相对较慢, 未来的拿地力度或较难长期保持。

#### 2.4、存量土储充沛支持公司灵活调整拿地销售节奏

根据保利发展 2021 年披露项目表, 公司国内项目总可售容积率面积 2.19 亿平方米, 累计签约面积 1.32 亿平方米, 对应的剩余可售容积率面积为 0.87 亿平方米。公司 2021 年销售面积 3333 万平方米, 剩余可售面积可至少满足公司未来 2 年销售需求。分区域看, 剩余可售面积中一、二线城市占比 65.3%。武汉、佛山、广州、成都的剩余可售面积在 300 万方以上; 长沙、昆明、青岛、东莞等 6 个城市可售面积在 200 万方以上, 公司布局的重点城市货值依旧充沛。

**图20: 截止 2021 年底, 保利发展重点布局城市可售面积充沛**


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

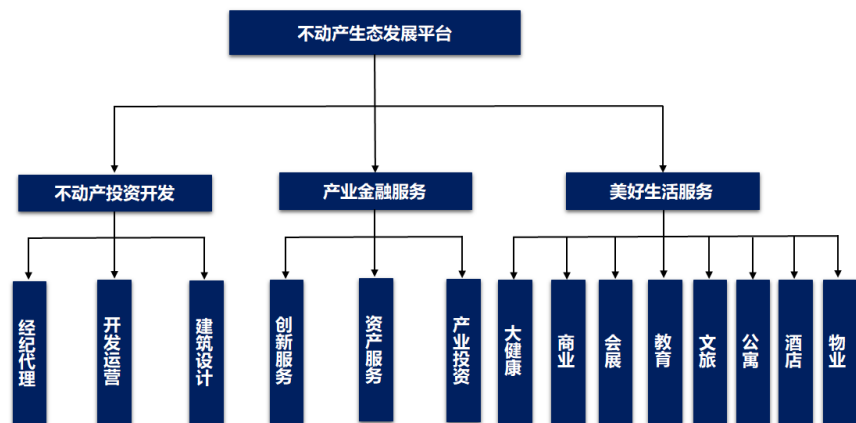
在行业供给侧改革的大背景下, 我们认为保利发展作为市场化经营的头部央企, 依靠多年的城市群深耕经验, 未来在土地市场竞争力预计持续提升, 货值将得到进一步补充。从更长的周期看, 无论行业未来股权融资放开与否, 公司都有望逐渐吸收本轮供给侧改革退出的民营房企市场份额, 获得长期稳定的发展机会。

### 3、非住宅业务：“一主两翼”战略再升级，打造不动产生态发展平台

#### 3.1、多元业务有序发展，营收占比持续提升

公司 2016 年提出以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的战略定位，前瞻性开展战略布局；为迎合行业发展新趋势与市场新特点，公司在 2018 年将“一主两翼”战略进一步升级为“以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼”，打造不动产生态发展平台。公司新的战略规划进一步明确两翼业务的发展不仅仅是作为新的业绩增长点，而是强调在新的行业格局下，实现多业务的进一步协同，全面提升公司服务城市、居民的能力，真正践行美好生活同行者的理念。

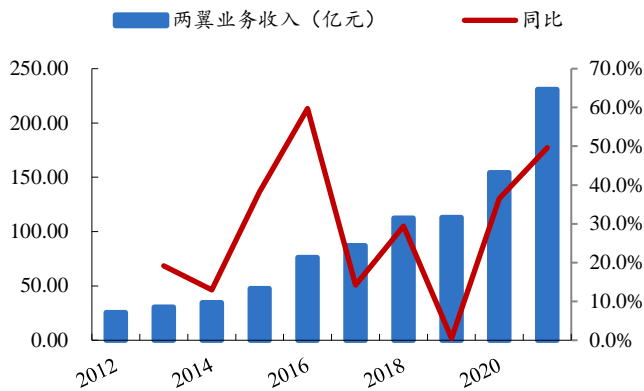
图21：2018 年保利发展战略升级，目标打造不动产生态发展平台



资料来源：公司年报、开源证券研究所

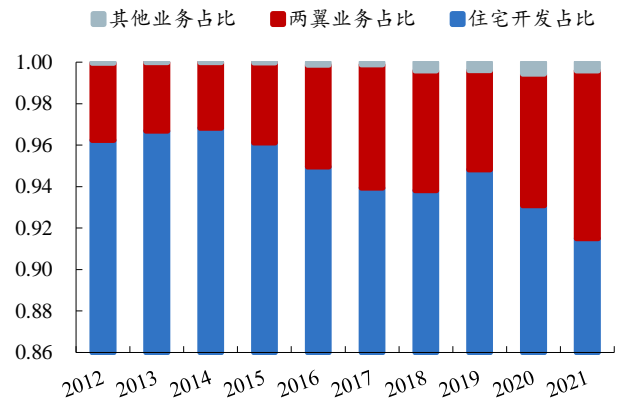
随着公司两翼业务商业模式的逐步成熟，经营管理能力的显著提升，其营收体量持续增长。2021 年公司两翼业务实现营业收入 230.89 亿，同比高增 39.83%，增速显著高于地产主业同期增速，收入占比提升至 8.1%，较 2020 年提升 1.75%。全年具体来看，保利物业在管面积达 4.65 亿平方米，合同面积达 6.56 亿平方米，合同管理项目 2428 个。全年实现营业收入 107.8 亿元，同比增长 34.2%。保利商业已开业购物中心 35 个，在营及筹建项目分布于广州、上海、武汉等 38 个城市；开业面积 247.5 万平方米。保利酒管截至 2021 年末已开业酒店、会议中心 20 个，客房数近 5000 间。公司在营长租公寓项目 43 个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市。不动产金融方面，公司基金累计管理规模超 1700 亿元。

图22：2021年保利发展两翼业务实现营收230.89亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：保利发展两翼业务营收占比总体呈现上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、综合服务翼：完善人居产业链条，绑定核心城市群长期价值增长

截至2021年底，公司综合服务翼已经涵盖物业、建筑、经济、商业、酒店等10大业务板块，其中建筑、物业、代理、资产经营等业务营收规模已达百亿量级。

保利综合服务业务围绕人居产业链与城市综合开发展开，从客户与社会需求出发，为人民美好生活提供一站式综合解决方案。公司在进一步强化与主业协同的基础上，以产业链价值挖掘与资产经营为主线，持续优化核心城市群产业布局和资源配，未来有望实现与区域价值的长期绑定。

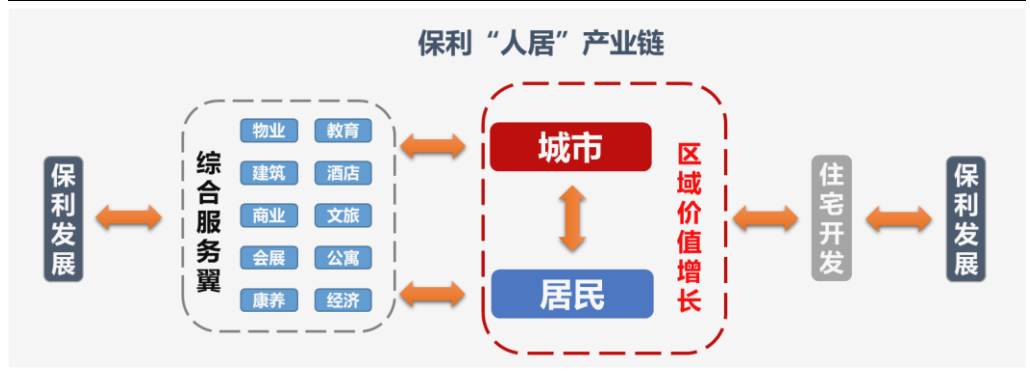
表7：保利发展综合服务翼已覆盖十大业务板块

综合服务翼	业务平台	业务范围
保利建筑	富力建设集团有限公司、广东省重工建筑设计院有限公司	富力建设具有“房屋建筑施工总承包壹级”、装修建筑装饰工程专业承包壹级、消防设施工程设计与施工贰级、机电安装工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级、安全技术防范系统设计、施工、维修资格证等多项资质证书。广东省重工建筑设计院以工程设计、工程勘察、工程监理、工程咨询四大板块为主业，业务覆盖工业与民用建筑、城市轨道交通、市政基础设施、环保工程等领域
保利物业	保利物业服务股份有限公司 (06049.HK)	截至2021年，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%
经纪业务	保利地产投资顾问有限公司	截至2021年H1，销售代理业务覆盖全国200多个城市，代理项目超2200个，代理销售规模超2500亿。
保利商业	保利商业地产投资管理有限公司	截至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
保利酒店	保利酒店管理有限公司	集投资战略咨询、工程设计建设、市场管理运营等三位一体全域产业链的酒店管理公司，截至2021年底已开业酒店、会议中心20个，客房数近5000间
保利公寓	保利公寓	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
保利会展	广州市保利锦汉展览有限公司、广州市保利国贸投资有限公司	保利锦汉是中国最早加入UFI国际展览业协会的成员之一，商务部第一批展览业重点联系企业；保利国贸投资在商业综合体开发、展馆经营、会展投资及物业管理等多个行业领域积极发展业务，迅速发展成为中国首屈一指的会展行业领军企业
保利康养	保利健康产业投资有限公司、珠海和品健康科技有限公司	保利健康产业投资有限公司，以中高端养老项目和健康医疗服务为基础，通过健康产业投资，整合各地三甲医院医疗资源，搭建健康互联网平台，建立信息互通、分

综合服务翼	业务平台	业务范围
		级诊疗、医养融合的健康医疗服务体系；珠海和品健康科技主要专注于适老化产品的设计、研发及整体配置，为各类养老机构、社区及居家提供适老化空间改造及产品配置服务
保利教育	保利和乐教育	保利和乐教育旗下拥有保利和乐早教中心、保利和乐幼儿园、保利和乐青少年宫、和乐华美国际学校等四大产品体系
保利文旅	保利文旅、航空大世界科技文化 有限公司、保利旅游产业发展 有限公司	保利文旅是高尔夫专业管理运营公司，同时整合保利系统内文化旅游资源，拥有汽车营地、非遗商业街区、军事拓展基地、社区体育等多个文旅产品包。航空大世界与中国航空工业集团有限公司联合出资组建，是促进文化产业进步、推进科技创新发展的重要载体。保利旅游是保利发展控股集团旗下的文化旅游产业专业平台

资料来源：公司官网、公司年报、开源证券研究所

图24：保利发展持续完善人居产业链，绑定区域长期价值成长

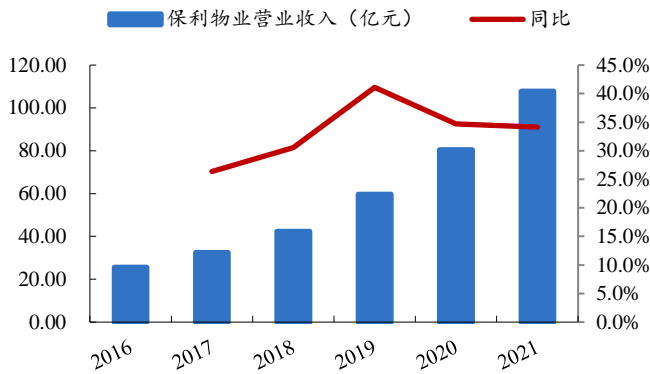


资料来源：公司官网、公司年报、开源证券研究所

保利物业是公司综合服务翼中的唯一上市平台，2019 年成功登陆港交所（6049.HK），保利发展合计持有保利物业 72.28% 的股权。根据中指研究院 2021 年中国物业服务百强企业排行榜，保利物业在中国物业服务百强企业中排名第五，在具有央企背景的物业服务企业中管理规模排名第一。保利物业有三个主要业务板块，即物业管理服务、非业主增值服务及社区增值服务。截至 2021 年底，保利物业已进驻全国 29 个省、自治区与直辖市的 196 个城市。

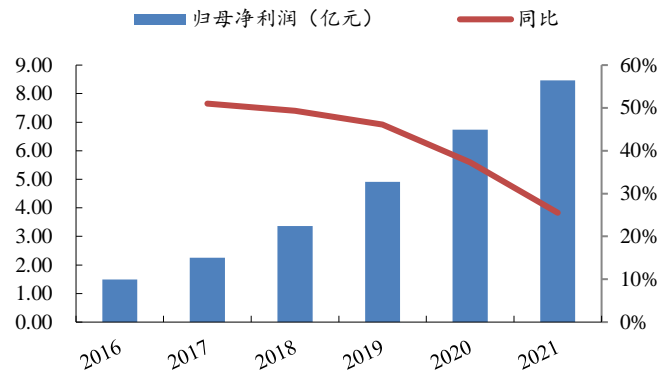
保利物业凭借母公司资源优势与自身经营管理能力，营收体量与管理面积持续增长，保利物业 2021 年实现营业收入 107.8 亿元，同比+34.2%，归母净利润 8.46 亿元，同比+25.6%。截至 2021 年底，保利物业在管项目总面积约 465.3 百万平方米，在管项目总数 1786 个，合同管理项目总面积约 656.3 百万平方米。近年来市场化外拓能力不断提升，第三方项目面积贡献占比持续提升。

图25：2021年保利物业实现营业收入107.8亿元



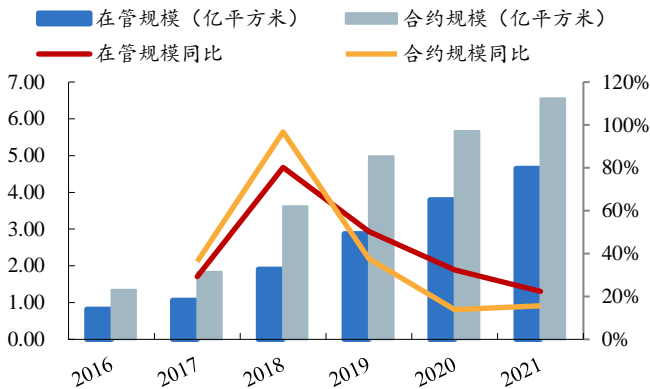
数据来源：保利物业年报、开源证券研究所

图26：2021年保利物业实现归母净利润达8.46亿元



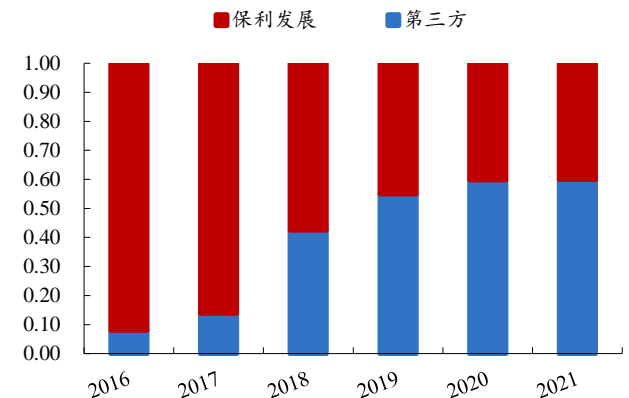
数据来源：保利物业年报、开源证券研究所

图27：保利物业在管规模与合约规模稳健提升



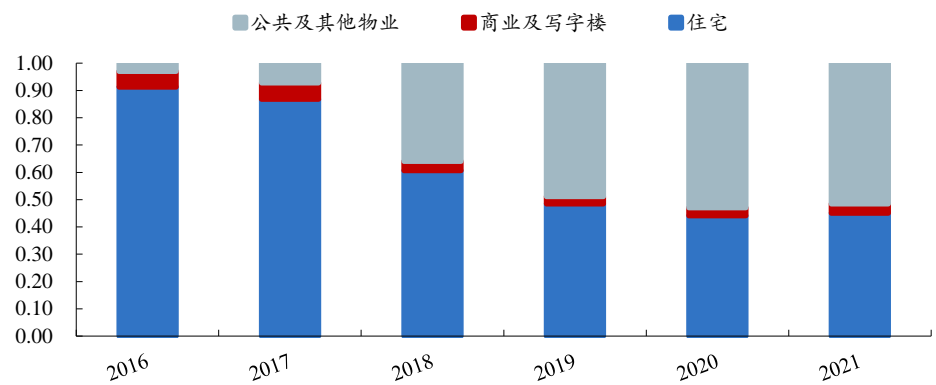
数据来源：保利物业年报、开源证券研究所

图28：保利物业第三方项目面积贡献占比持续提升



数据来源：保利物业年报、开源证券研究所

值得注意的是，保利物业已经形成在高校及教研物业、城镇景区、轨道及交通物业、医院、政府办公楼、城市公共设施等多种业态的全国化布局和领先优势。2021年公司在公共服务领域继续保持高速的发展态势，重点项目包括广州市广州塔景区综合提升项目、嘉兴市南湖街道公共服务、忻州市五台山景区、上海轨道交通15号线、西南政法大学渝北校区、北京医院、成都大学附属医院等。保利物业进一步帮助完善公司的人居产业链，卡位核心城市群产业资源，实现长期价值增长。

**图29：保利物业非居业态管理面积占比持续提升**


数据来源：保利物业年报、开源证券研究所

保利发展自持类业态规模也在持续增长，保利商业目前形成“保利广场”、“时光里”、“若比邻”三大产品体系，覆盖城市多元群体消费需求。截至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。保利酒店与万豪、洲际、希尔顿、雅高等酒店管理集团形成战略合作关系，拥有共二十五个国际酒店品牌特许经营权。保利酒店旗下拥有4个自主酒店品牌：雅途、郡雅、悦雅、诺雅。截至2021年底已开业酒店、会议中心20个，客房数近5000间。保利公寓起步相对较晚，但目前也已覆盖海、广州、杭州、成都等核心城市，在营长租公寓项目43个。

**表8：保利商业已形成三大产品系**

产品名称	定位	项目示例
	365天的生活艺术馆	
	沉浸式都市欢聚目的地	
	全方位社区消费服务	

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

**表9：保利酒店旗下拥有4个自主酒店品牌**

产品名称	定位	项目示例
 诺雅酒店，专为追求极致品质的高端人士打造的奢华酒店品牌，融合大溪地黑珍珠般的独特内敛气质，主张低调、优雅、自然而不失品位和品质的生活		
 雅途酒店，生活艺术五星酒店品牌，主张融合艺术、自然、生活的居住体验，将艺术与生活的新品味融合于酒店功能中，为客人打造一所心旷神怡的世外桃源		
 郡雅酒店，是保利酒店旗下的标准五星级酒店品牌，致力倡导新高旅文化生活理念，通过优质的服务、商务配套与独具一格的体验感，让每一位商旅客人宾至如家		
 悦雅酒店，时尚健康年轻的精品四星酒店品牌，为每位城市的潮流先行者，打造自我释放的乌托邦，致力于成为革新时尚与健康旅居体验的引领者		

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

根据公司2021年年报，公司披露的主要自持业态中，酒店全年实现经营收入9.7亿；持有写字楼全年实现经营收入9.2亿；持有购物中心全年实现经营收入5.2亿；持有展馆全年实现经营收入2.2亿，持有公寓全年实现经营收入0.6亿，合计27.1亿。

**表10：保利发展自持类业态规模持续增长**

经营业态	项目数量	总建筑面积 (平方米)	可供出租面积/客 房数(套)	经营收入(万元)
酒店	16	795,643	4,320	97,412
写字楼	17	669,447	564,742	92,497
购物中心	21	1,147,551	723,793	52,196
展馆	1	195,622	144,500	22,466
公寓	18	121,828	2,299	6,447

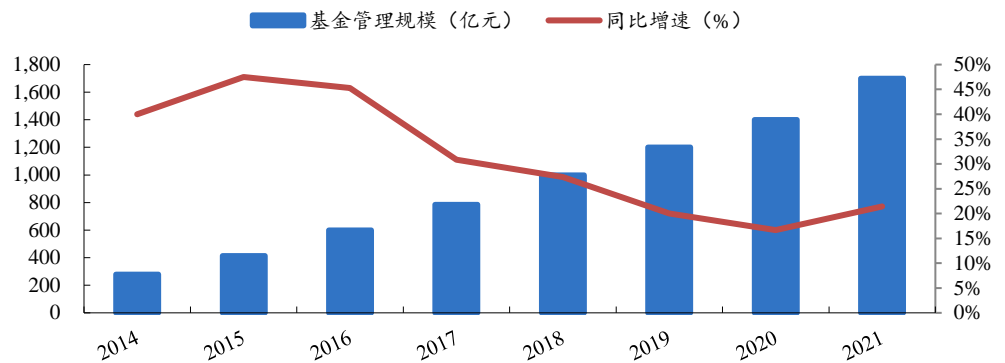
数据来源：公司年报、开源证券研究所

### 3.3、不动产金融翼：规模持续扩张，协同赋能潜力较大

截至2021年底，公司不动产金融翼涵盖创新服务、资产服务与产业投资3大业务板块，旗下公司包括信保基金、保利资本、太平保利，累计基金管理规模超1700亿。具体来看，保利资本累计管理规模近600亿元，累计投资项目超130个，荣膺“2022中国房地产基金综合能力优秀企业”。信保基金投资遍布五大核心城市群，平台布局北上广深一线城市，累计投资项目超过200个，累计管理基金规模近1200亿元，获评中诚信国际AA+主体信用等级，得到客户与合作伙伴广泛认可，品牌价值逐步攀升，蝉联“2022中国房地产基金综合能力优秀企业”荣誉。不动产金融翼以产融结合为经营理念，产融协同赋能潜力较大。公司以产业金融服务为基础，持续提升房地产基金管理规模 and 市场化程度，加强产业链投资及资本运作能力，推动产融结合，充分发挥产业金融在探索布局新兴战略业务领域的引领作用。信保基金围绕不动产投资和不动产上下游产业投资布局，为投资者与合作伙伴提供差异化、精

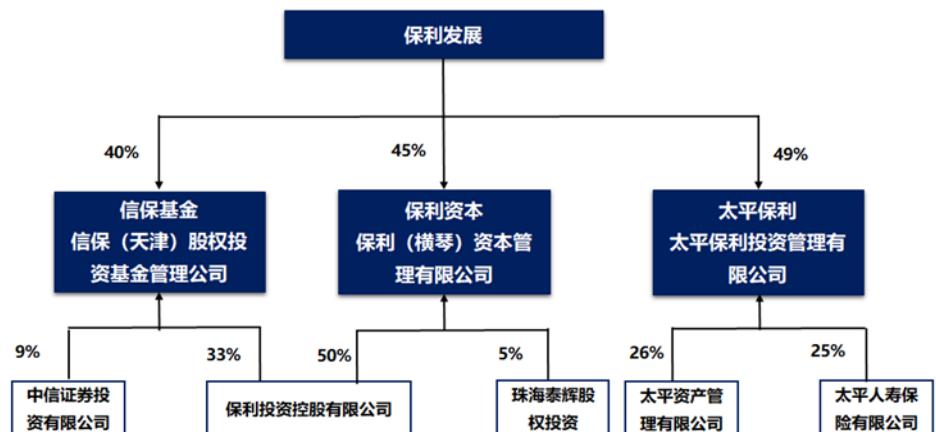
细化服务，满足不同投资策略及资产配置需求。保利资本则以地产主业为依托，发展地产产业链母基金，向上投资地产供应链，向下通过物业平台赋能，广泛发挥资源赋能优势，打造产业生态集群。公司战略合作的中信证券、太平资产、太平人寿等金融机构也将对公司的投资起到保驾护航的作用。

**图30：截止 2021 年末，保利发展不动产金融累计基金管理规模突破 1700 亿**



数据来源：公司年报、开源证券研究所

**图31：保利发展金融机构战略合作，护航产业投资赋能**



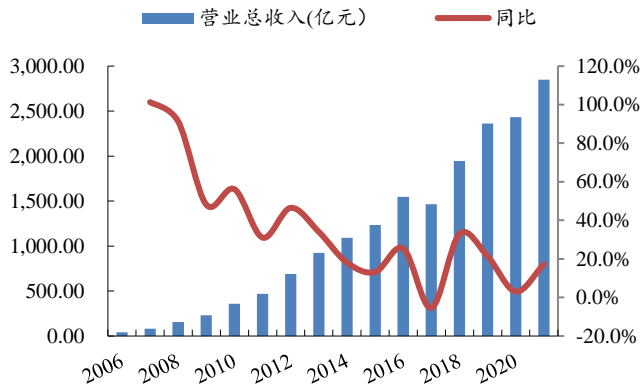
资料来源：公司年报、开源证券研究所

## 4、经营表现：长期稳健经营模范，新时代优势更为显著

### 4.1、营收稳健利润承压，已售未结保障收入增长

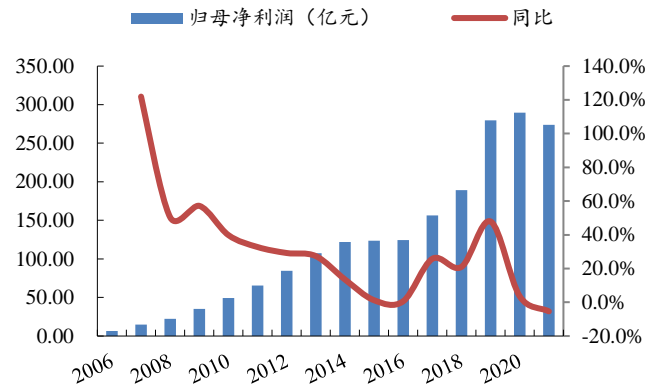
保利发展自上市以来一直保持了稳健的营收与业绩的增长，营收仅在 2017 年出现过小幅的下降，2021 年公司实现营业收入 2850.24 亿，同比增长 17.2%；实现归母净利润 273.88 亿，同比下降 5.4%，为上市以来首次下降。公司增收不增利主要受毛利率下降影响，核心原因是 2017 年后行业新房销售的持续限价与土地市场的激烈竞争持续压缩行业利润空间。公司 2021 年结算的毛利率 26.78%，相较行业可比公司依旧偏高，短期利润率预计仍有下降空间。我们认为随着行业供给侧改革的持续演绎，过去过度依赖杠杆的民营企业在土地市场的竞价能力将显著下降，行业整体利润率将触底回升。

图32：2021年保利发展实现营业收入2850.48亿



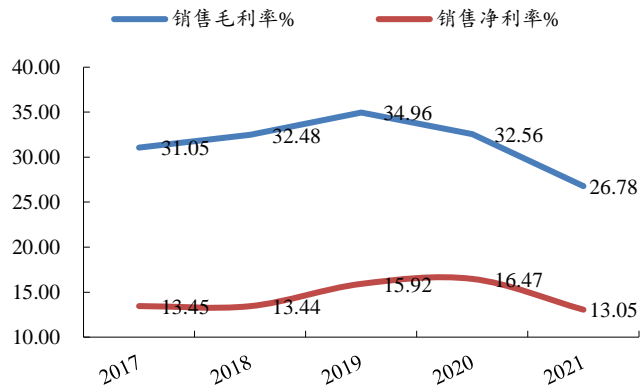
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2021年保利发展实现归母净利润273.88亿



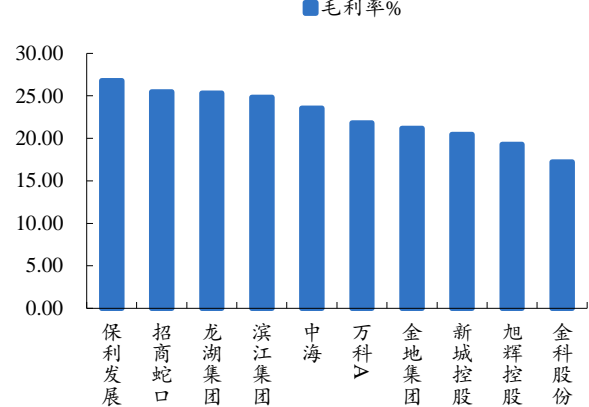
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：保利发展2021年结算利润率水平下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

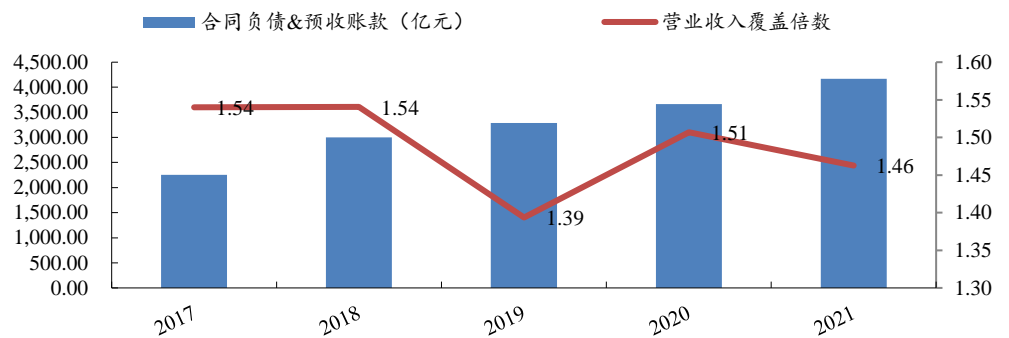
图35：保利发展2021年结算毛利率高于同业



数据来源：Wind、开源证券研究所

截至2021年底，公司在手合同负债加预收账款合计4168.69亿，可覆盖2021年主营业务收入1.46倍，未来可结算收入增长空间依然充沛，或可对冲潜在的利润率进一步下行。

图36：保利发展2021年底已售未结资源依旧充沛



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、财务保持一贯稳健，融资优势明显

作为标杆型头部央企，保利发展保持了一贯稳健的经营风格。公司杠杆率一直维持在健康水平。截至2021年底，公司剔除预售账款后资产负债率69%，净负债率55%，现金短债比1.9，三道红线指标稳居绿档。

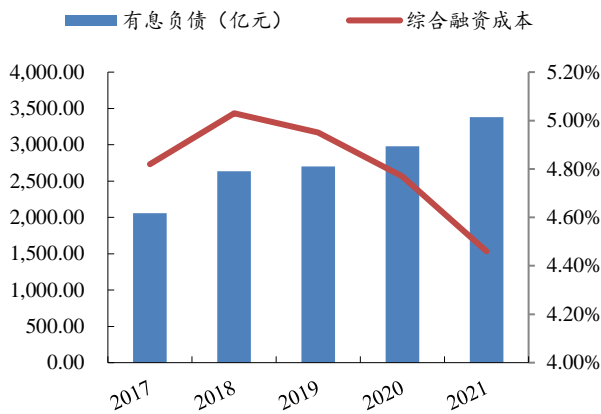
表11：保利发展三道红线指标全部维持绿档

三道红线指标	2017	2018	2019	2020	2021
剔除后资产负债率	66%	66%	67%	70%	69%
净负债率	86%	81%	57%	57%	55%
现金短债比	2.3	2.3	2.1	1.8	1.9

数据来源：公司年报、开源证券研究所

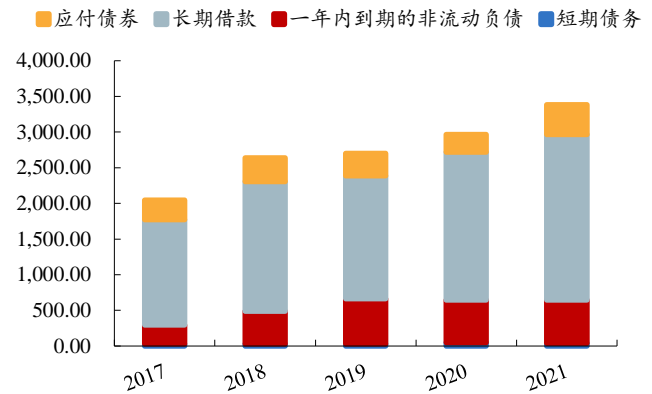
2021年公司发行公司债86.9亿元、中期票据100亿元，截至2021年底公司有息负债规模为3381.9亿元，其中短期借款40.9亿，一年内到期的非流动负债605.7亿，公司债务结构保持健康水平。2021年公司综合融资成本进一步下行至4.46%，融资领先优势明显。

图37：2021年保利发展综合融资成本进一步下行



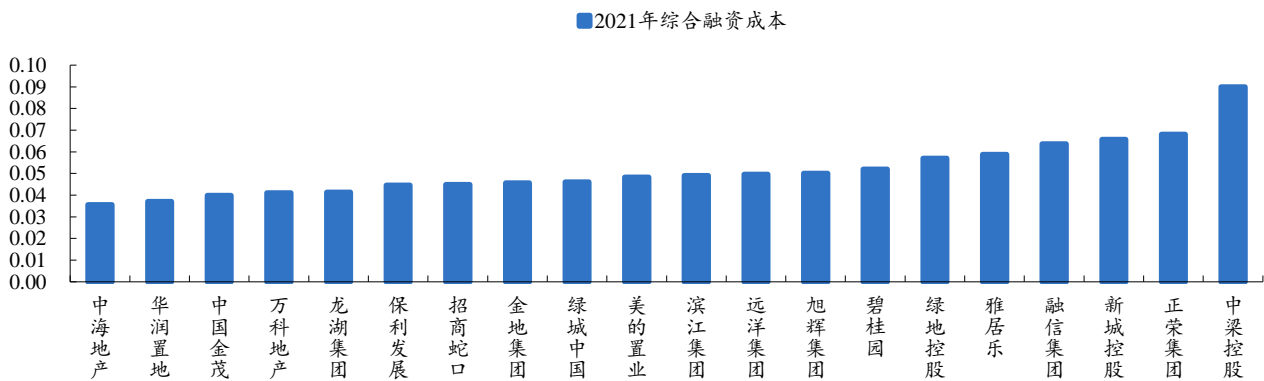
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：保利发展债务结构保持健康



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：保利发展综合融资成本处于行业较低水平

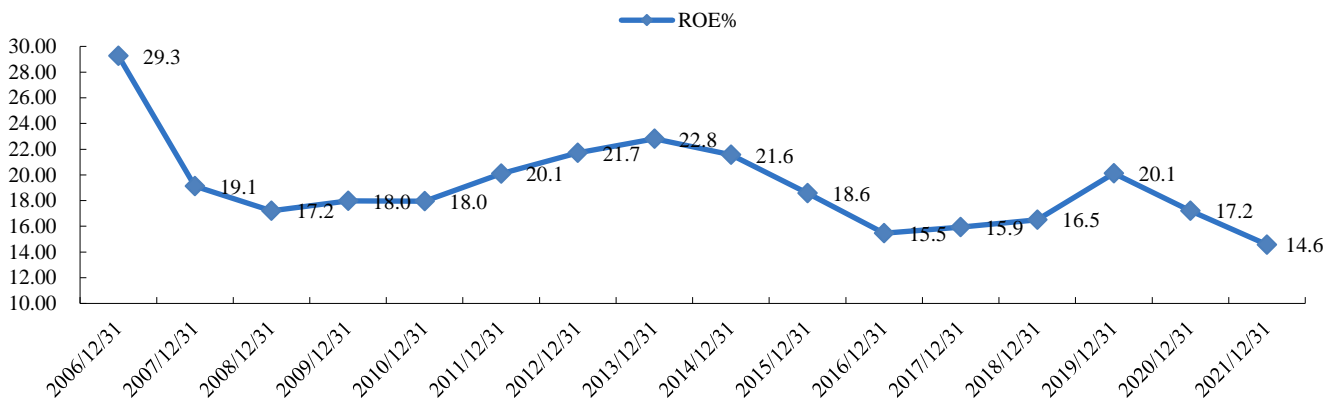


数据来源：公司年报、开源证券研究所

### 4.3、公司盈利能力有望见底回升

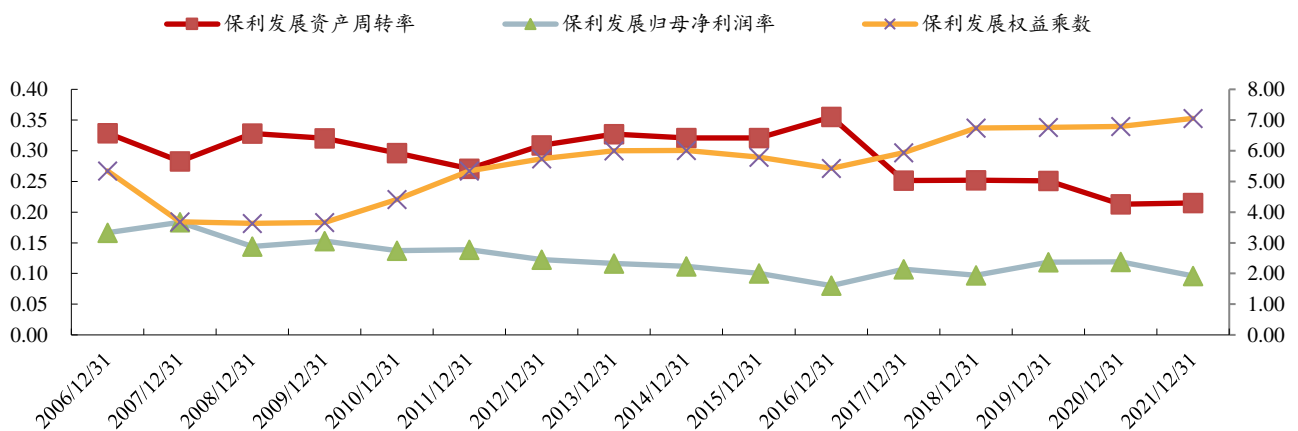
通过复盘，我们可以发现公司上市至今 ROE 水平出现过三轮下行和两轮上行。首先看三轮下行区间：2006 年-2008 年公司 ROE 水平从 29.3% 下滑至 18.0%，通过拆解可以发现主要受权益乘数与利润率下行影响，公司权益乘数由 5.34 降至 3.64，归母净利率由 16.7% 下降至 14.4%；2013 年-2016 年公司 ROE 水平从 22.8% 下降至 15.5%，同样受权益乘数与利润率下行影响；2019 年-2021 年公司 ROE 水平从 20.1% 下降到 14.6%，主要受资产周转率与利润率下行影响，资产周转率由 0.25 下降至 0.22，归母净利率由 11.8% 下降至 9.6%。再看两轮上行区间：2008-2013 年公司 ROE 提升主要由杠杆驱动，期间公司 ROE 从 17.2% 提升至 22.8%，同期公司权益乘数由 3.64 提升至 6.00；2016 年-2019 年，公司 ROE 提升同时受权益乘数与利润率影响，期间公司 ROE 从 15.5% 恢复至 20.1%，权益乘数由 5.42 提升至 6.76，归母净利率由 8.0% 提升至 11.8%。结合我国房地产行业的历史规律，影响公司不同时期盈利能力的因素并不相同。

图40：保利发展上市以来 ROE 水平出现三轮下行与两轮上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：保利发展不同时期盈利水平受不同因素影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

具体看最近三年公司 ROE 水平的下行，我们认为公司受行业客观因素的影响更

大。首先 2020 年至今新冠疫情的反复对行业正常的销售与施工产生持续的负面影响；其次重点城市限价政策叠加土地市场过度竞争也使得行业整体利润率出现下行；三道红线及其他房企融资政策的出台也持续压降行业整体的杠杆水平。包括公司在内，我们选择 A 股 12 家至今仍未发生公开市场违约的重点公司（保利发展、万科 A、招商蛇口、金地集团、滨江集团、新城控股、金科股份、华侨城 A、绿地控股、首开股份、中交地产、华发股份）进行对比，可以发现公司 ROE 水平明显高于行业平均，并且拥有最高的归母净利率水平与第二低的权益乘数。

**表12：保利发展在杠杆水平显著低于行业的同时保持了较高的 ROE**

排名	ROE%		资产周转率		归母净利润率%		权益乘数	
1	新城控股	22.9	绿地控股	0.38	保利发展	9.6	华侨城A	5.9
2	金地集团	15.6	新城控股	0.31	金地集团	9.5	保利发展	7.1
3	滨江集团	15.5	金科股份	0.30	滨江集团	8.0	金地集团	7.2
4	华发股份	15.3	万科A	0.24	新城控股	7.5	招商蛇口	7.6
5	保利发展	14.6	金地集团	0.23	招商蛇口	6.5	万科A	8.3
6	招商蛇口	9.9	华侨城A	0.22	华发股份	6.2	新城控股	9.8
7	万科A	9.8	保利发展	0.22	万科A	5.0	滨江集团	9.9
8	金科股份	9.5	首开股份	0.21	华侨城A	3.7	金科股份	9.9
9	中交地产	7.5	招商蛇口	0.20	金科股份	3.2	首开股份	10.2
10	绿地控股	7.1	滨江集团	0.20	中交地产	1.6	华发股份	16.2
11	华侨城A	4.8	华发股份	0.15	绿地控股	1.1	绿地控股	16.4
12	首开股份	2.2	中交地产	0.12	首开股份	1.0	中交地产	38.2
平均		11.2		0.23		5.2		12.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

往后看，本轮行业供给侧改革或将显著缓解土地市场上的竞争，行业拿地利润率有望见底回升；疫情得到有效控制，社会经济活动回归正常后，行业销售与投资预计将恢复到正常水平；公司三道红线指标长期达标，杠杆水平没有进一步压降压力。我们认为在 2022 年潜在的结算利润率下滑后，公司的 ROE 水平或将阶段性见底，长期 ROE 水平预计在 13%-15% 的平台保持稳定。

## 5、盈利预测与投资建议

我们对公司经营做出以下假设，给出盈利预测：

- (1) 随着地产托底政策的持续出台，行业销售有望于 2022 年 3 季度触底反弹后逐渐恢复到正常水平，假设公司 2022-2024 年销售增速分别为 -10%、15%、15%，且销售金额并表比例稳定为 60%。
- (2) 考虑行业从拿地到结算的周期通常在 2-3 年，预计公司结算利润率 2022 年见底回升，假设 2022-2024 年公司结算净利率分别为 10.7%、11.0%、11.7%，且结算权益比例稳定为 73.0%。
- (3) 结合公司销售预期与在手预收账款规模，我们认为公司可通过结算收入的增长部分对冲利润率的下行，假设公司 2022-2024 年住宅开发业务结算收入增速分别为 18%、1%、7%，非住宅业务结算收入增长分别为 30%、25%、20%。

**表13: 预计保利发展 2022 年业绩短暂承压后恢复增长**

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售金额 (亿元)	4618.5	5028.5	5349.3	4814.4	5536.5	6367.0
YOY	14.1%	8.9%	6.4%	-10.0%	15.0%	15.0%
住宅业务结算收入 (亿元)	2237.3	2263.8	2607.7	3068.4	3111.0	3341.7
YOY	22.6%	1.2%	15.2%	17.7%	1.4%	7.4%
预收款项 (亿元)	3287.5	3665.0	4168.7	3988.9	4199.8	4678.4
销售并表比例	54.7%	52.5%	58.2%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务收入 (亿元)	121.7	168.2	242.6	315.3	394.2	473.0
YOY	0.6%	38.3%	44.2%	30.0%	25.0%	20.0%
总主营业务收入 (亿元)	2359.0	2432.0	2850.2	3383.7	3505.2	3814.7
YOY	21.2%	3.1%	17.2%	18.7%	3.6%	8.8%
净利率	15.9%	16.5%	13.1%	10.7%	11.0%	11.7%
结算权益比例	74.5%	72.3%	73.6%	73.0%	73.0%	73.0%
归母净利润 (亿元)	279.8	289.0	273.8	264.8	281.4	324.7

数据来源: Wind、开源证券研究所

我们选择上市房企万科 A、金地集团、招商蛇口进行估值比较, 公司对应 2022 年盈利预测的 P/E 估值为 7.4 倍, 低于可比公司平均水平。

**表14: 可比公司盈利预测与估值**

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				P/E (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	2,013	17.82	1.94	2.18	2.39	2.61	9.2	8.2	7.4	6.8
600383.SH	金地集团	540	11.97	2.08	2.24	2.42	2.60	5.8	5.3	4.9	4.6
001979.SZ	招商蛇口	998	12.6	1.16	1.37	1.49	1.63	10.9	9.2	8.5	7.8
			平均值					7.6	7.0	6.4	
600048.SH	保利发展	1,898	15.86	2.29	2.21	2.35	2.71	6.9	7.2	6.7	5.9

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、除保利发展外, 其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期; 2、股价数据截至 2022 年 5 月 30 日。

本轮供给侧改革结束后, 行业竞争格局将显著改善, 且地产托底政策持续出台, 行业销售未来预计将逐渐修复。我们认为公司作为经营管理能力优秀的龙头央企, 已经深耕核心城市群多年, 在未来的行业竞争中具有较大优势。由于行业整体去化率下行, 我们下调公司 2022-2023 年盈利预测 (原值分别为 345.7、376.3 亿元), 新增 2024 年盈利预测。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 264.8、281.4、324.7 亿元, EPS 分别为 2.21、2.35、2.71 元, 当前股价对应 P/E 估值分别为 7.2、6.7、5.8 倍。由于公司基本面非常稳健, 维持“买入”评级。

## 6、风险提示

房地产销售受疫情反复影响, 公司销售恢复不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1136226	1247342	1381963	1481406	1622613
现金	146008	171384	215834	243540	257329
应收票据及应收账款	2452	3194	3573	3437	4193
其他应收款	153245	157849	169162	194724	238430
预付账款	42197	42686	50346	52158	56769
存货	741475	809656	877348	918560	993458
其他流动资产	50849	62573	65701	68986	72435
<b>非流动资产</b>	115149	152591	173535	194157	215817
长期投资	72550	95089	106914	118985	131680
固定资产	7659	11275	12717	14130	16619
无形资产	430	404	420	438	447
其他非流动资产	34511	45822	53483	60605	67071
<b>资产总计</b>	1251375	1399933	1555498	1675564	1838430
<b>流动负债</b>	751758	818817	906242	977945	1100748
短期借款	4777	4094	4503	4953	5449
应付票据及应付账款	151483	139597	183925	202136	238042
其他流动负债	595498	675127	717814	770855	857258
<b>非流动负债</b>	232979	278201	317011	334695	338625
长期借款	232227	273523	312099	329537	333210
其他非流动负债	752	4678	4912	5158	5416
<b>负债合计</b>	984737	1097019	1223253	1312640	1439374
少数股东权益	86407	107354	117147	127556	139564
股本	11968	11970	11970	11970	11970
资本公积	18313	17817	17817	17817	17817
留存收益	129579	147126	174204	202981	236182
<b>归属母公司股东权益</b>	180231	195561	215098	235368	259493
负债和股东权益	1251375	1399933	1555498	1675564	1838430

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	15150	10551	12593	11636	10874
净利润	40048	37189	36273	38549	44475
折旧摊销	155	1509	1483	1804	2211
财务费用	3160	3386	3781	4115	4799
投资损失	-6141	-6211	-7599	-7688	-8392
营运资金变动	-22067	-25935	-20600	-24344	-31495
其他经营现金流	-4	613	-744	-801	-724
<b>投资活动现金流</b>	-6927	-19987	-14063	-13917	-14732
资本支出	397	272	6859	6179	6472
长期投资	-6538	-17997	-11825	0	-12695
其他投资现金流	-13068	-37712	-19029	-7738	-20956
<b>筹资活动现金流</b>	-1878	34458	45920	29987	17647
短期借款	1644	-683	409	450	495
长期借款	28637	41296	38576	17438	3673
普通股增加	35	2	0	0	0
资本公积增加	-10	-496	0	0	0
其他筹资现金流	-32183	-5662	6935	12099	13479
<b>现金净增加额</b>	6306	24970	44450	27706	13789

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	243208	285024	338324	350503	381488
营业成本	163951	208631	258818	266382	286116
营业税金及附加	18495	15685	18618	19288	20993
营业费用	6877	7384	8765	9080	9883
管理费用	4315	5434	6450	6682	7273
研发费用	1260	1436	1704	1766	1922
财务费用	3160	3386	3781	4115	4799
资产减值损失	849	-95	-112	0	0
其他收益	152	186	197	208	219
公允价值变动收益	53	246	301	328	232
投资净收益	6141	6211	7599	7688	8392
资产处置收益	-10	16	3	9	6
<b>营业利润</b>	52265	49670	48400	51423	59351
营业外收入	409	512	563	619	681
营业外支出	136	147	161	177	195
<b>利润总额</b>	52538	50035	48802	51865	59837
所得税	12490	12845	12529	13315	15362
<b>净利润</b>	40048	37189	36273	38549	44475
少数股东损益	11100	9802	9794	10408	12008
<b>归母净利润</b>	28948	27388	26479	28141	32467
EBITDA	60182	60307	52527	55688	63818
EPS(元)	2.42	2.29	2.21	2.35	2.71

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.1	17.2	18.7	3.6	8.8
营业利润(%)	3.7	-5.0	-2.6	6.2	15.4
归属于母公司净利润(%)	3.5	-5.4	-3.3	6.3	15.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.6	26.8	23.5	24.0	25.0
净利率(%)	11.9	9.6	7.8	8.0	8.5
ROE(%)	15.0	12.3	10.9	10.6	11.1
ROIC(%)	9.6	8.1	6.2	5.9	6.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	78.7	78.4	78.6	78.3	78.3
净负债比率(%)	56.6	56.4	55.1	54.4	53.7
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	113.2	101.0	100.0	100.0	100.0
应付账款周转率	1.2	1.4	1.6	1.4	1.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.42	2.29	2.21	2.35	2.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.88	1.05	0.97	0.91
每股净资产(最新摊薄)	13.37	14.78	16.41	18.10	20.12
<b>估值比率</b>					
P/E	6.6	6.9	7.2	6.7	5.8
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.1	7.8	9.3	9.2	8.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn