

保利发展 (600048.SH) 买入 (维持评级)

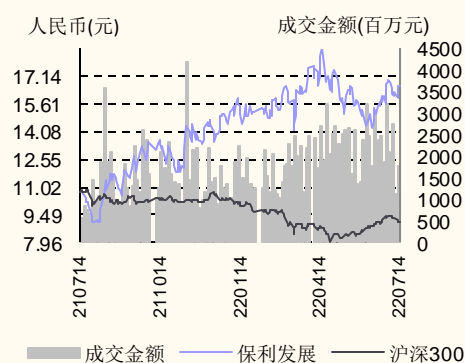
公司点评

市场价格 (人民币): 16.62 元

目标价格 (人民币): 21.81 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	119.70
已上市流通 A 股(亿股)	119.70
总市值(亿元)	1,989.46
年内股价最高最低(元)	18.66/9.06
沪深 300 指数	4322
上证指数	3282



相关报告

1. 《营收利润维持增长，稳健经营致长远-保利发展业绩点评》，2022.4.30
2. 《行业头部央企，经营业绩稳健-保利发展年报点评》，2022.4.18
3. 《结算毛利率下降，归母净利润低于预期-保利发展业绩快报点评》，2022.1.9
4. 《收入利润保持增长，现金充裕积极拿地-保利发展三季报点评》，2021.10.29

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

结转营收超预期，错峰拿地稳增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,095	284,933	327,634	376,600	426,012
营业收入增长率	3.0%	17.2%	15.0%	14.9%	13.1%
归母净利润(百万元)	28,948	27,388	30,710	35,581	40,040
归母净利润增长率	3.5%	-5.4%	12.1%	15.9%	12.5%
摊薄每股收益(元)	2.42	2.29	2.57	2.97	3.34
每股经营性现金流净额	1.24	0.88	2.01	1.71	2.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.1%	14.0%	14.4%	15.1%	15.4%
P/E	6.54	6.83	6.48	5.59	4.97
P/B	1.05	0.96	0.93	0.85	0.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022 年 7 月 14 日，保利发展发布 2022 年半年度业绩快报。2022 年上半年公司实现营业收入 1108.5 亿元，同比+23.2%；归母净利润 107.2 亿元，同比+4.1%。

点评

- **营业收入增幅超预期，利润率随行业趋势下滑。**公司 2022 年上半年营业收入增速较高主要由于结转面积加大，而受行业整体下行影响，2022 年上半年归母净利率 9.7%，同比下降 1.7pct，与 2021 年全年持平，而绝对值仍处于行业较高水平。在没有疫情影响背景下，预计下半年结转会有所提速，公司营收和利润将稳步增长。
- **销售规模增速下滑，行业排名升至第二。**公司 2022 年 1-6 月实现签约金额 2102 亿元，排名行业第 2 (较 2021 年全年上升 2 名)，同比-26.3%，克而瑞 TOP100 房企整体销售规模同期同比-50.7%。销售逐步恢复，公司 6 月单月签约金额 510 亿元，同比+1.4%，前十房企中仅两家同比转正。
- **积极错峰拿地，补充优质土储。**公司 2022 年 1-6 月总拿地投资金额 621 亿元/-35.5%，总拿地建面 416 万方/-75.7%，平均楼面价 14926 元/m²，同比+165%，在北京、成都、合肥等高能级城市获取 37 个项目 (拿地策略调整，主要获取一二线城市核心区域地块)。2022 年上半年大部分房企收缩投资，公司拿地金额虽然同比有所下滑，但拿地力度仍高于其他房企，权益投资金额位列 2022 年上半年拿地榜单第 7，积极错峰拿地，一方面凭借高利率项目改善公司毛利率，另一方面可在市场逐步复苏的下半年有新推货能力，确保销售的稳步增长。

投资建议

- 公司结转营收增速较高，错峰拿地保障销售，预计业绩稳定增长，维持盈利预测不变，2022-24 年归母净利润分别为 307.1 亿元、355.8 亿元和 400.4 亿元，同比增速分别为 12.1%、15.9%和 12.5%。维持目标价 21.81 元/股，对应 2022-24 年 PE 分别为 8.5x、7.3x 和 6.5x，维持“买入”评级。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；市场信心持续走低；多家房企出现债务违约

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	235,934	243,095	284,933	327,634	376,600	426,012	货币资金	139,419	146,008	171,384	202,161	231,210	269,252
增长率	21.3%	3.0%	17.2%	15.0%	14.9%	13.1%	应收账款	134,970	155,697	161,042	182,045	207,188	232,081
主营业务成本	(153,450)	(163,951)	(208,631)	(232,359)	(267,033)	(302,080)	存货	584,001	741,475	809,656	922,148	1,006,768	1,081,957
%销售收入	65.0%	67.4%	73.2%	70.9%	70.9%	70.9%	其他流动资产	79,023	94,838	105,957	49,668	57,095	64,600
毛利	82,484	79,144	76,302	95,275	109,566	123,932	流动资产	937,414	1,138,017	1,248,040	1,356,023	1,502,261	1,647,890
%销售收入	35.0%	32.6%	26.8%	29.1%	29.1%	29.1%	%总资产	90.7%	90.9%	89.1%	90.0%	90.4%	90.7%
营业税金及附加	(21,841)	(18,495)	(15,685)	(18,029)	(20,724)	(23,443)	长期投资	81,666	96,443	125,562	133,417	141,509	149,851
%销售收入	9.3%	7.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	固定资产	7,967	8,205	11,846	12,682	13,571	14,519
销售费用	(6,681)	(6,877)	(7,384)	(9,174)	(10,545)	(11,928)	%总资产	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
%销售收入	2.8%	2.8%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%	无形资产	970	1,056	969	1,200	1,416	1,616
管理费用	(4,233)	(4,315)	(5,434)	(5,963)	(6,854)	(7,753)	非流动资产	95,795	113,357	151,893	151,272	160,270	169,572
%销售收入	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	9.3%	9.1%	10.9%	10.0%	9.6%	9.3%
研发费用	-56	-1,260	-1,436	-1,311	-1,506	-1,704	资产总计	1,033,209	1,251,375	1,399,933	1,507,295	1,662,531	1,817,462
%销售收入	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	66,459	64,576	64,668	66,632	69,964	73,462
息税前利润 (EBIT)	49,673	48,196	46,364	60,798	69,937	79,103	应付款项	213,211	292,004	287,011	326,501	375,225	424,472
%销售收入	21.1%	19.8%	16.3%	18.6%	18.6%	18.6%	其他流动负债	320,030	395,178	467,138	472,237	505,261	528,869
财务费用	(2,582)	(3,160)	(3,386)	(3,201)	(3,238)	(3,314)	流动负债	599,700	751,758	818,817	865,371	950,450	1,026,803
%销售收入	1.1%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%	长期贷款	172,072	207,160	231,904	255,094	280,603	308,664
资产减值损失	0	0	0	(923)	(85)	(75)	其他长期负债	31,914	25,819	46,298	48,568	52,260	56,692
公允价值变动收益	713	53	246	0	0	0	负债	803,687	984,737	1,097,019	1,169,033	1,283,314	1,392,158
投资收益	3,702	6,141	6,211	6,000	6,000	6,000	普通股股东权益	156,022	180,231	195,561	213,987	235,336	259,360
%税前利润	7.3%	11.7%	12.4%	9.6%	8.3%	7.3%	其中：股本	11,933	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970
营业利润	50,402	52,265	49,670	62,674	72,614	81,714	未分配利润	106,308	124,468	141,052	159,478	180,826	204,850
营业利润率	21.4%	21.5%	17.4%	19.1%	19.3%	19.2%	少数股东权益	73,500	86,407	107,354	124,275	143,881	165,944
营业外收支	128	273	365	0	0	0	负债股东权益合计	1,033,209	1,251,375	1,399,933	1,507,295	1,662,531	1,817,462
税前利润	50,531	52,538	50,035	62,674	72,614	81,714							
利润率	21.4%	21.6%	17.6%	19.1%	19.3%	19.2%							
所得税	(12,977)	(12,490)	(12,845)	(15,042)	(17,427)	(19,611)							
所得税率	25.7%	23.8%	25.7%	24.0%	24.0%	24.0%							
净利润	37,554	40,048	37,189	47,632	55,187	62,103							
少数股东损益	9,595	11,100	9,802	16,922	19,606	22,063							
归属于母公司的净利润	27,959	28,948	27,388	30,710	35,581	40,040							
净利率	11.9%	11.9%	9.6%	9.4%	9.4%	9.4%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	37,554	40,048	37,189	47,632	55,187	62,103
少数股东损益	9,595	11,100	9,802	16,922	19,606	22,063
非现金支出	137	155	2,105	1,793	1,019	1,079
非经营收益	(1,061)	(3,347)	(2,866)	8,167	(270)	192
营运资金变动	202	(22,067)	(25,935)	(33,565)	(35,526)	(34,808)
经营活动现金净流	36,832	14,789	10,493	24,027	20,410	28,566
资本开支	(267)	621	(135)	(1,725)	(1,840)	(1,964)
投资	(11,760)	(9,039)	(18,677)	(7,854)	(8,092)	(8,342)
其他	1,529	1,490	(1,174)	6,000	6,000	6,000
投资活动现金净流	(10,498)	(6,927)	(19,987)	(3,579)	(3,932)	(4,306)
股权募资	18,042	7,929	21,338	0	0	0
债权募资	4,129	20,030	53,263	29,262	33,419	36,595
其他	(24,930)	(29,876)	(40,196)	(17,633)	(19,962)	(22,208)
筹资活动现金净流	(2,758)	(1,917)	34,405	11,629	13,457	14,387
现金净流量	23,575	5,944	24,912	32,077	29,935	38,647

比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.34	2.42	2.29	2.57	2.97	3.34
每股净资产	13.08	15.06	16.34	17.88	19.66	21.67
每股经营现金净流	3.09	1.24	0.88	2.01	1.71	2.39
每股股利	0.50	0.82	0.73	1.03	1.19	1.34
回报率						
净资产收益率	17.9%	16.1%	14.0%	14.4%	15.1%	15.4%
总资产收益率	2.7%	2.3%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%
投入资本收益率	7.4%	6.5%	5.4%	6.5%	6.8%	7.0%
增长率						
主营业务收入增长率	21.3%	3.1%	17.2%	14.9%	14.9%	13.1%
EBIT增长率	32.1%	-2.8%	-3.8%	30.9%	15.0%	13.1%
净利润增长率	47.9%	3.5%	-5.4%	12.1%	15.9%	12.5%
总资产增长率	22.1%	21.1%	11.9%	7.7%	10.3%	9.3%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.0	3.2	3.6	3.6	3.6	3.6
存货周转天数	1,259	1,475	1,357	1,450	1,378	1,309
应付账款周转天数	180	269	233	233	233	233
固定资产周转天数	12	11	14	13	12	11
偿债能力						
净负债/股东权益	56.8%	56.3%	55.0%	48.8%	44.7%	39.5%
EBIT利息保障倍数	19.3	15.3	13.7	19.0	21.6	23.9
资产负债率	77.8%	78.7%	78.4%	77.6%	77.2%	76.6%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	13	57	118	197	326
增持	0	3	6	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.05	1.05	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

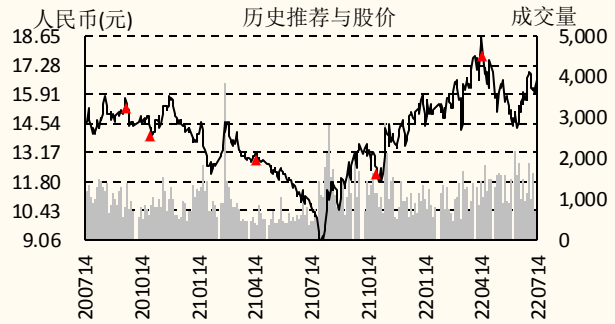
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-22	买入	17.07	21.36 ~ 21.36
2	2020-10-30	买入	15.76	21.36 ~ 21.36
3	2021-04-20	买入	14.57	21.36 ~ 21.36
4	2021-10-29	买入	12.93	21.36 ~ 21.36
5	2022-01-09	买入	16.15	19.60 ~ 19.60
6	2022-04-18	买入	19.32	21.81
7	2022-04-30	买入	18.12	21.81

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402