

保利发展 (600048)

证券研究报告

2022年07月17日

业绩平稳释放，销售跃居第二

事件：2022年7月4日，公司发布2022年半年度业绩快报，2022H1公司预计实现营业总收入1108.47亿元，同比+23.19%；实现归母净利润107.21亿元，同比+4.10%；预计实现基本每股收益0.90元/股，同比+4.09%。

结算收入加速提升，业绩增速保持稳健。据公司业绩快报，公司2022H1实现营业总收入1108.47亿元，同比+23.19%，增速较去年同期提升1.12pct；实现归母净利润107.21亿元，同比+4.10%，增速较去年同期提升2.38pct。公司营收及归母增速表现稳健。据公司22年一季报，公司存货规模8602亿元、合同负债规模4366亿元，资源储备规模处历史较高水平。我们认为，高能级战略布局与国央企信用资质加持下，公司销售去化稳定，未来业绩释放仍具潜力。

6月销售同比转正，累计增速好于行业。公司公告披露，2022年6月单月销售金额510.0亿元，同比+1.4%；单月销售面积291.7万平，同比+25.2%；销售均价17485.9元/平，同比-19.0%。2022年1-6月，公司实现累计销售金额2102.2亿元，同比-26.3%；销售面积1307.3万平，同比-21.8%；销售均价16080.5元/平，同比-5.8%。公司销售呈现止跌企稳态势，累计增速跑赢同业（据克而瑞，1-6月百强房企累计销售金额同比下降50.8%）。销售排名方面，公司1-6月累计销售金额在克而瑞百强排名中升至第二，较2021全年提升3名。

拿地保持稳健，聚焦核心城市。公司公告披露，公司2022年6月单月拿地价值182.2亿元，同比+1.6%；单月新增建面134.9万平，同比-60.7%；楼面均价13501.6元/平，同比+158.5%；投资强度35.7%，同比+0.1pct；地货比77.2%，同比+0.53pct。伴随6月行业销售止跌企稳，公司单月拿地金额同比转正，投资强度出现边际改善。年初至今，公司拿地总价累计621.4亿元，同比-35.5%；新增建面累计416.3万平，同比-75.7%；楼面均价14926.2元/平，同比+165.2%；投资强度29.6%，同比-0.04pct；地货比92.8%，同比+0.60pct。秉承以销定产策略，公司22H1拿地稳健，且在“核心城市+城市群”深耕战略指引下，公司新增土储地块价值相对较高，拿地楼面均价与地货比均同比提升。

投资建议：公司销售具备较强韧性，6月增速小幅转正领先行业。土储布局坚定聚焦高能级城市，投资强度边际改善。我们认为，未来行业将由“高负债、高杠杆、高周转”转向“高能级、高信用、高品质”。作为头部央企，公司资质优秀、土储充足，有望率先受益于行业复苏，中长期发展稳健可期。我们维持盈利预测不变，预计公司2022-2024年净利润292.18、306.83、327.92亿元，EPS为2.44、2.56、2.74元/股，对应PE为6.46X、6.16X、5.76X。我们给予公司目标价23.5元，维持“买入”评级。

风险提示：行业信用风险蔓延；公司销售下行超预期；公司利润率持续下行；业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以半年度报告披露为准

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)	6.53	6.90	6.46	6.16	5.76
市净率(P/B)	1.05	0.97	0.88	0.79	0.73
市销率(P/S)	0.78	0.66	0.60	0.55	0.51
EV/EBITDA	6.99	7.47	5.83	3.10	4.67

资料来源：Wind，天风证券研究所

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	15.78元
目标价格	23.5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)	188,891.08
流通A股市值(百万元)	188,891.08
每股净资产(元)	14.98
资产负债率(%)	78.19
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	
胡冰清	联系人
hubingqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《保利发展-季报点评:业绩小幅提升，投资保持积极》2022-05-02
- 《保利发展-年报点评报告:精耕核心城市，平稳穿越周期》2022-04-19
- 《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

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	1,134,681.99	1,246,863.41	1,752,394.92	1,563,557.58	1,677,246.89
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	1,251,374.92	1,399,933.05	1,898,600.11	1,709,327.91	1,821,919.24
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	1,284,363.15	1,091,981.63	1,151,648.64
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	1,097,018.59	1,568,355.95	1,348,890.39	1,430,689.11
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
负债和股东权益总计	1,251,374.92	1,399,933.05	1,898,600.11	1,709,327.91	1,821,919.24

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)	(9,160.06)	(12,314.00)	(11,717.94)	(13,811.04)
其他	(21,470.23)	5,615.80	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
销售费用	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/信用减值损失	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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
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	6.53	6.90	6.46	6.16	5.76
市净率	1.05	0.97	0.88	0.79	0.73
EV/EBITDA	6.99	7.47	5.83	3.10	4.67
EV/EBIT	7.14	7.67	6.00	3.19	4.80

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