

保利发展 (600048.SH) 销售恢复较弱, 拿地力度显著提升

2022年08月09日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

齐东 (分析师)

qidong@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

日期	2022/8/9
当前股价(元)	15.13
一年最高最低(元)	19.88/10.58
总市值(亿元)	1,811.13
流通市值(亿元)	1,811.13
总股本(亿股)	119.70
流通股本(亿股)	119.70
近3个月换手率(%)	58.53

● 行业竞争格局改善, 经营能力保持优秀

保利发展发布7月销售情况简报, 公司7月拿地力度有明显改善, 且拿地利润率可观, 土地市场竞争格局改善明显。随着地产放松政策的持续出台, 我们认为行业基本面或将逐步回归正常。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。我们维持盈利预测不变, 预计2022-2024年保利发展归母净利润分别为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7.3、6.9、6.0倍, 维持“买入”评级。

股价走势图



数据来源: 聚源

● 7月销售环比稍有下降, 同比恢复依旧偏弱

2022年7月, 公司实现签约面积206.88万平方米, 同比减少33.86%; 实现签约金额330.01亿元, 同比减少21.72%。2022年1-7月, 公司实现签约面积1514.19万平方米, 同比减少23.68%; 实现签约金额2432.21亿元, 同比减少25.70%。相较6月, 公司7月单月销售环比稍有下降, 同比降幅修复依旧不明显。行业整体恢复偏弱依旧是制约公司销售的核心原因。当前市场需求依旧偏弱, 居民购房信心不足, 随着未来房企纾困政策的落地, 行业停工现象有望显著改善, 缓解购房者对购买期房的担忧, 但市场的全面恢复仍需时日。

● 公司拿地力度提升明显, 测算毛利率水平可观

7月公司拿地力度提升明显, 公司7月新增上海、成都、宁波、佛山等14个项目, 对应总规划容积率面积138.95万方, 总土地成交价款287.75亿元, 同比下降37.06%, 但环比提升57.95%; 权益地价174.54亿元, 同比增长6.54%, 环比增长92.45%。公司1-7月累计新增土地规划容积率面积555.27万方, 对应土地总价909.16亿元, 权益地价575.66亿元。公司1-7月拿地金额与销售金额之比为24%。根据我们测算, 公司7月新增14个项目中有11个项目的毛利率水平高于20%, 土地市场竞争格局持续改善。

● **风险提示:** 行业恢复不及预期, 政策放松不及预期, 公司销售恢复不及预期。

相关研究报告

《营收结算增长, 经营保持稳健—公司信息更新报告》-2022.7.15

《销售表现优于行业, 投资拿地信心增强—公司信息更新报告》-2022.7.11

《市场整体恢复较弱, 公司经营保持稳健—公司信息更新报告》-2022.6.13

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
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)	6.7	7.1	7.3	6.9	6.0
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

目 录

1、 7月销售环比稍有下降，同比恢复依旧偏弱.....	3
2、 公司拿地力度提升明显，测算毛利率水平可观.....	4
3、 投资建议.....	6
4、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

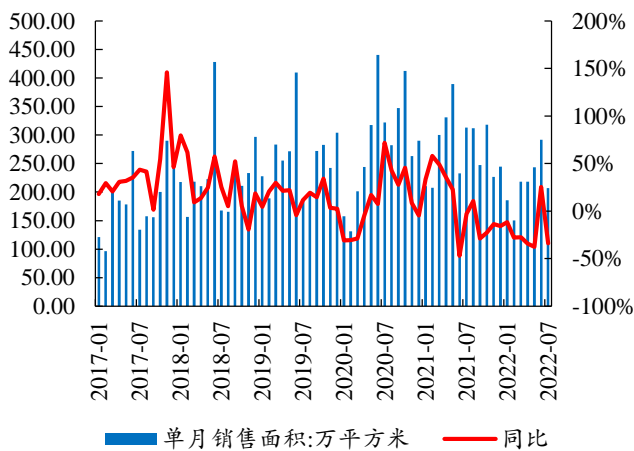
图表目录

图 1： 保利发展 7 月签约面积同比减少 33.86%	3
图 2： 保利发展 7 月份签约金额同比减少 21.72%	3
图 3： 保利发展 1-7 月签约面积同比减少 23.68%	3
图 4： 保利发展 1-7 月累计签约金额同比减少 25.70%	3
图 5： 保利发展 7 月拿地面积同比减少 50.38%	4
图 6： 保利发展 7 月拿地金额同比减少 37.06%	4
图 7： 保利发展 1-7 月累计拿地金额同比减少 35.97%	4
图 8： 保利发展 7 月拿地强度提升明显	4
表 1： 保利发展 7 月新增 14 个项目	4

1、7月销售环比稍有下降，同比恢复依旧偏弱

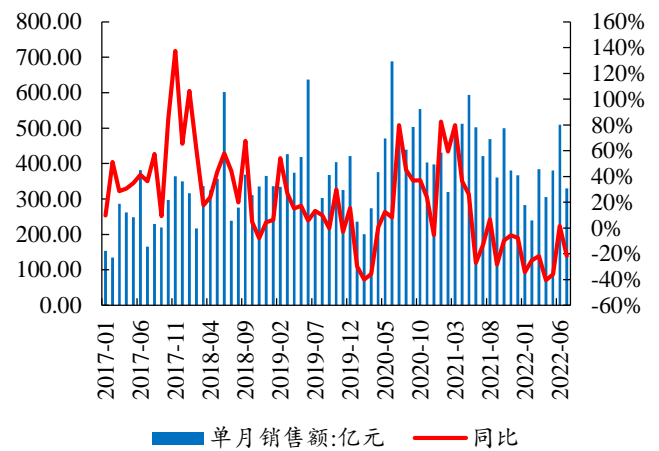
2022年7月，公司实现签约面积206.88万平方米，同比减少33.86%；实现签约金额330.01亿元，同比减少21.72%。2022年1-7月，公司实现签约面积1514.19万平方米，同比减少23.68%；实现签约金额2432.21亿元，同比减少25.70%。相较6月，公司7月单月销售环比稍有下降，同比降幅修复依旧不明显。行业整体恢复偏弱依旧是制约公司销售的核心原因。当前市场需求依旧偏弱，居民购房信心不足，随着未来房企纾困政策的落地，行业停工现象有望显著改善，缓解购房者对购买期房的担忧，但市场的全面恢复仍需时日。

图1：保利发展7月签约面积同比减少33.86%



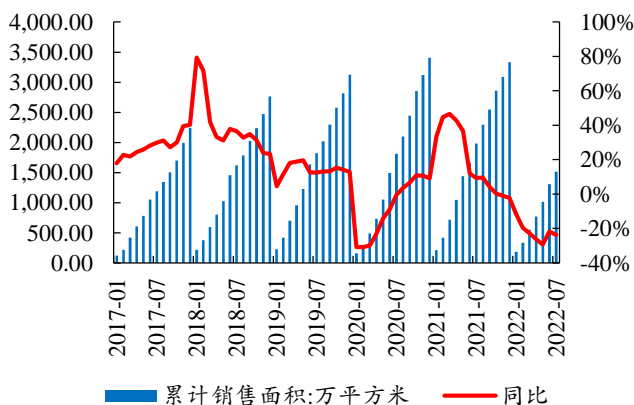
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：保利发展7月份签约金额同比减少21.72%



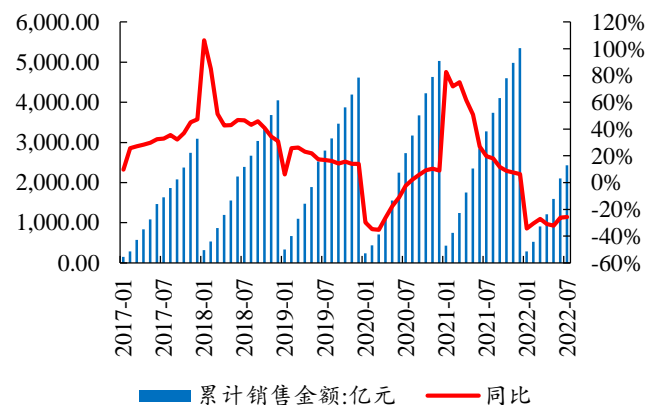
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：保利发展1-7月签约面积同比减少23.68%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：保利发展1-7月累计签约金额同比减少25.70%

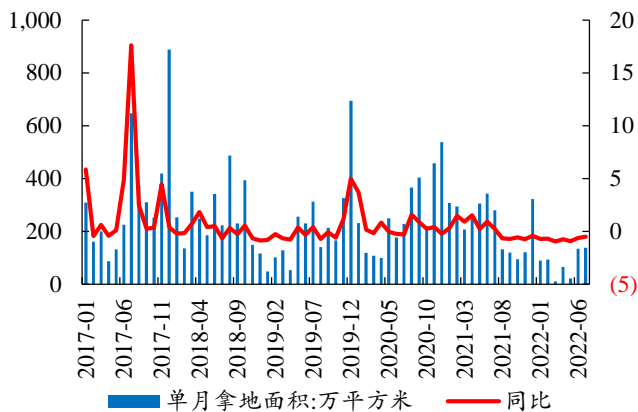


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、公司拿地力度提升明显，测算毛利率水平可观

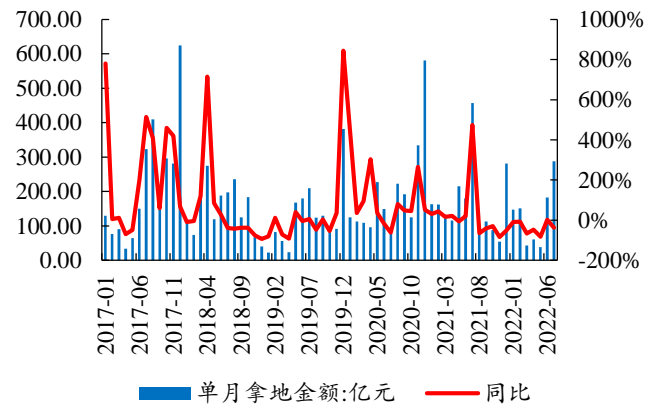
7月公司拿地力度提升明显，公司7月新增上海、成都、宁波、佛山等14个项目，对应总规划容积率面积138.95万方，总土地成交价款287.75亿元，同比下降37.06%，但环比提升57.95%；权益地价174.54亿元，同比增长6.54%，环比增长92.45%。公司1-7月累计新增土地规划容积率面积555.27万方，对应土地总价909.16亿元，权益地价575.66亿元。公司1-7月拿地金额与销售金额之比为24%。根据我们测算，7月新增14个项目中有11个项目的毛利率水平高于20%，土地市场竞争格局持续改善。

图5：保利发展7月拿地面积同比减少50.38%



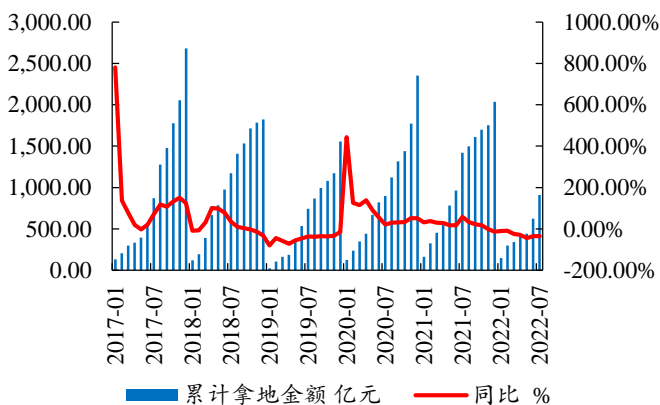
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：保利发展7月拿地金额同比减少37.06%



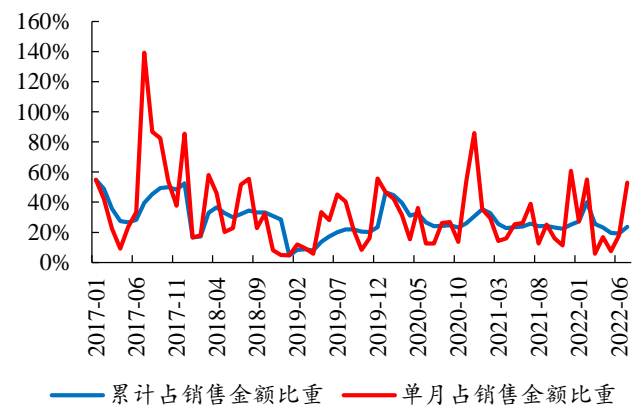
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：保利发展1-7月累计拿地金额同比减少35.97%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：保利发展7月拿地强度提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：保利发展7月新增14个项目

拿地明细			
上海市杨浦区兰州路东侧地块		上海市杨浦区眉州路西侧地块	
项目情况		项目情况	
城市能级	一线城市	城市能级	一线城市
规划容积率面积	44975 平方米	规划容积率面积	85264 平方米
权益比例	51%	权益比例	50%

拿地明细

楼面地价	61447 元/平	楼面地价	72195 元/平
房地联动价	115000 元/平	房地联动价	115000 元/平
测算权益货值	26.38 亿	测算权益货值	49.03 亿
测算毛利率	31.10%	测算毛利率	21.74%
上海市普陀区东新支路西侧地块		上海市闵行区柳安路东侧地块	
项目情况		项目情况	
城市能级	一线城市	城市能级	一线城市
规划容积率面积	51852 平方米	规划容积率面积	61795 平方米
权益比例	35%	权益比例	49%
楼面地价	65957 元/平	楼面地价	35789 元/平
房地联动价	105200 元/平	房地联动价	65000 元/平
测算权益货值	19.09 亿	测算权益货值	19.68 亿
测算毛利率	21.50%	测算毛利率	26.79%
上海市嘉定区康丰北路东侧地块		成都市武侯区聚龙路东侧地块	
项目情况		项目情况	
城市能级	一线城市	城市能级	二线省会城市
规划容积率面积	183803 平方米	规划容积率面积	53723 平方米
权益比例	50%	权益比例	100%
楼面地价	25804 元/平	楼面地价	15500 元/平
房地联动价	49800 元/平	项目限价	29300 元/平
测算权益货值	45.77 亿	测算权益货值	15.74 亿
测算毛利率	28.15%	测算毛利率	21.45%
宁波市海曙区薛家南路东侧地块		佛山市禅城区桂澜路东侧地块	
项目情况		项目情况	
城市能级	二线城市	城市能级	三线城市
规划容积率面积	68743 平方米	规划容积率面积	92616 平方米
权益比例	100%	权益比例	100%
楼面地价	14000 元/平	楼面地价	12500 元/平
项目限价	30800 元/平	周边项目均价	30000 元/平
测算权益货值	21.17 亿	测算权益货值	27.78 亿
测算毛利率	29.56%	测算毛利率	33.00%
青岛市黄岛区江山南路东侧地块		西安市高新区天谷六路北侧地块	
项目情况		项目情况	
城市能级	二线城市	城市能级	二线省会城市
规划容积率面积	62788 平方米	规划容积率面积	278768 平方米
权益比例	99%	权益比例	100%
楼面地价	5419 元/平	楼面地价	12663 元/平
周边项目价	15000 元/平	周边项目均价	25000 元/平
测算权益货值	9.32 亿	测算权益货值	69.69 亿
测算毛利率	25.21%	测算毛利率	21.35%
武汉市洪山区白沙洲大道北侧地块		长沙市岳麓区潇湘南大道西侧地块	
项目情况		项目情况	
城市能级	二线省会城市	城市能级	二线省会城市

拿地明细

拿地明细			
规划容积率面积	48000 平方米	规划容积率面积	207056 平方米
权益比例	100%	权益比例	50%
楼面地价	9678 元/平	楼面地价	5200 元/平
项目限价	19000 元/平	项目限价	13000 元/平
测算权益货值	9.12 亿	测算权益货值	26.92 亿
测算毛利率	21.27%	测算毛利率	17.23%
厦门市湖里区虎仔山西路南侧地块		泉州市丰泽区安吉南路东侧地块	
项目情况		项目情况	
城市能级	二线城市	城市能级	三线城市
规划容积率面积	17500 平方米	规划容积率面积	132604 平方米
权益比例	40%	权益比例	51%
楼面地价	49832 元/平	楼面地价	14240 元/平
项目限价	71800 元/平	项目限价	22888 元/平
测算权益货值	15.96 亿	测算权益货值	15.48 亿
测算毛利率	14.42%	测算毛利率	12.68%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、投资建议

本轮供给侧改革结束后，行业竞争格局或将显著改善，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。我们维持盈利预测不变，预计 2022-2024 年保利发展归母净利润分别为 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 7.3、6.9、6.0 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

行业恢复不及预期，政策放松不及预期，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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	1251375	1399933	1555498	1675564	1838430
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
归属母公司股东权益	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
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	6306	24970	44450	27706	13789

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	52538	50035	48802	51865	59837
所得税	12490	12845	12529	13315	15362
净利润	40048	37189	36273	38549	44475
少数股东损益	11100	9802	9794	10408	12008
归属母公司净利润	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
成长能力					
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
获利能力					
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
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E	6.7	7.1	7.3	6.9	6.0
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.2	7.8	9.4	9.3	8.6

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