

保利发展 (600048.SH)

业绩靓眼正增长，投资更加聚焦核心城市

业绩实现正增长，销售管理费用率降低。公司 2022H1 实现营业总收入 1107.6 亿元，同比增长 23.1%；归母净利润 108.3 亿元，同比增长 5.1%；扣非后归母净利润 101.3 亿元，同比微增 0.8%，业绩增长符合预期。上半年利润增幅小于收入增幅主要因为上半年整体毛利率同比下降 7pct 至 25.5%，税后毛利率同比下滑 5pct 至 21.3%。上半年公司销售费用率为 2.1%，同比降低 0.6pct；管理费用率 2%，同比降低 0.6pct，销管费率降低主要因为广告宣传费以及薪酬支出减少；财务费用率 1.8%，同比提升 0.4pct，主要因为汇兑损失增加。截止 2022 年中期，公司预收房款 4312.1 亿元，覆盖去年房地产销售业务收入 1.65 倍，为营收增长提供保障。

销售表现优于行业，核心 38 城贡献度达 79%。公司 2022H1 实现签约额 2102.2 亿元，同降 26.3%，百强房企上半年降低 50.7%，公司销售降幅小于百强；签约面积 1307.3 万方，同降 21.8%；销售均价 16080 元/平方米，同降 5.8%。根据克而瑞排名，公司上半年销售额位列行业第二，较去年提升两位，销售额增速在 TOP40 房企中排第七位。核心城市贡献度提升，上半年核心 38 城贡献销售达 79%，同比提升 2pct，其中在 22 城销售排名第一，46 城排名前三。上半年公司强抓资金回笼，实现回笼资金 1995 亿元，回笼率为 94.9%，同比提升 5.3pct，现金流保持健康。

投资更加往核心城市聚焦，拓展金额九成布局 38 城。2022 年上半年新拓展了 37 个项目，新增容积率面积 412 万方，同比降低 75%；拓展金额 607 亿元，同比降低 37%。上半年公司随着行业环境变化动态调整拿地策略，一方面适当收敛拿地，拿地金额/销售金额、拿地面积/销售面积分别为 28.9%和 31.5%，同比分别下降 4.9pct 和 67.3pct。另一方面投资布局更加往核心城市集中，上半年拓展金额在一二线城市和核心 38 城占比分别为 85%和 90%，同比分别提升 16pct 和 14pct，因而新增土储的平均楼面价同比大幅增长 152.6%至 1.47 万元/平，土储质量进一步优化。同时产品结构不断优化，上半年新增住宅货量占比 94%，同比提升 8pct。

三条红线维持绿档，融资优势显著。截止 2022 年中期，公司有息负债 3635 亿元，同比增长 8.8%；货币资金 1571 亿元，同比增长 1.1%，受监管的预售房款有 485 亿元，占比 30.9%。公司扣除预收账款后资产负债率为 66.5%，同比降低 1.2pct；净负债率 64.1%，同比增加 5.4pct；现金短债比 1.4 倍，均符合三道红线标准。债务期限结构合理，一年内到期的债务占比 21%。上半年公司共发行公司债 65 亿元，中期票据 75 亿元，平均融资成本仅 3.09%，推动公司综合融资成本继续下行，截止期末公司有息负债综合成本 4.32%，同比降低 0.4 个百分点，融资优势显著。

投资建议：考虑到公司作为央企龙头，经营稳健融资优势显著，且拿地节奏也逐步恢复，土储质量不断优化，我们认为公司未来有望保持销售规模、提升市占率、拿地毛利率修复，进而带动利润进一步改善。我们预测公司 2022/2023/2024 年营业收入为 3281.6/3689.4/4079.6 亿元，归母净利润分别为 274.8/289.6/315.7 亿元，对应摊薄 EPS 为 2.3/2.42/2.64 元/股，当前股价对应 2022 年动态 PE7.2x。我们认为公司合理市值为 2748 亿元，对应目标价格 23 元/股，对应 2022 年 PE10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期，政策放松不及预期，毛利率改善不及预期，结算进度不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	243,095	284,933	328,159	368,940	407,962
增长率 yoy (%)	3.0	17.2	15.2	12.4	10.6
归母净利润 (百万元)	28,948	27,388	27,478	28,958	31,572
增长率 yoy (%)	3.5	-5.4	0.3	5.4	9.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.42	2.29	2.30	2.42	2.64
净资产收益率 (%)	15.0	12.3	11.0	10.6	10.6
P/E (倍)	6.9	7.3	7.2	6.9	6.3
P/B (倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

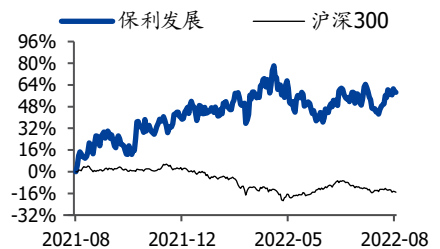
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
8月29日收盘价(元)	16.61
总市值(百万元)	198,829.07
总股本(百万股)	11,970.44
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	74.46

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号: S0680522030001

邮箱: jinjing3@gszq.com

研究助理 肖依依

执业证书编号: S0680121070010

邮箱: xiaoyiyi3664@gszq.com

研究助理 肖畅

执业证书编号: S0680122050008

邮箱: xiaochang@gszq.com

相关研究

- 《保利发展 (600048.SH): 短期业绩承压, 整体表现稳健》2022-04-19
- 《保利发展 (600048.SH): 业绩短期承压, 年末拿地回暖未来市占率有望提升》2022-01-11
- 《保利地产 (600048.SH): 前三季度归母净利润同增 3%, 累计销售拿地稳定增长》2021-10-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1136226	1247342	1358116	1459733	1578964
现金	146008	171384	201556	240047	291654
应收票据及应收账款	2452	3194	3308	4002	4081
其他应收款	153245	157849	178725	181216	181417
预付账款	42197	42686	55074	54834	66699
存货	741475	809656	865372	923325	978503
其他流动资产	50849	62573	54080	56309	56610
非流动资产	115149	152591	190800	229891	269621
长期投资	72550	95089	124528	154036	183405
固定资产	7659	11275	12431	14987	18683
无形资产	430	404	394	357	318
其他非流动资产	34511	45822	53446	60510	67215
资产总计	1251375	1399933	1548916	1689624	1848585
流动负债	751758	818817	893023	961202	1038543
短期借款	4777	4094	4503	4953	5449
应付票据及应付账款	151483	139597	153282	187006	194548
其他流动负债	595498	675127	735237	769242	838546
非流动负债	232979	278201	315425	354256	398620
长期借款	232227	273523	310746	349578	393942
其他非流动负债	752	4678	4678	4678	4678
负债合计	984737	1097019	1208447	1315458	1437163
少数股东权益	86407	107354	117429	128303	140159
股本	11968	11970	11970	11970	11970
资本公积	18313	17817	17817	17817	17817
留存收益	129579	147126	175607	206543	241647
归属母公司股东权益	180231	195561	223039	245862	271262
负债和股东权益	1251375	1399933	1548916	1689624	1848585

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	15150	10551	10977	13601	14229
净利润	40048	37189	37554	39832	43428
折旧摊销	1295	1509	1519	1898	2457
财务费用	3160	3386	3650	4189	4608
投资损失	-6141	-6211	-7570	-7569	-7453
营运资金变动	-22067	-25935	-23917	-24527	-28573
其他经营现金流	-1144	613	-260	-221	-238
投资活动现金流	-6927	-19987	-31899	-33199	-34496
资本支出	397	272	8770	9583	10361
长期投资	-6538	-17997	-29439	-29508	-29369
其他投资现金流	-13068	-37712	-52568	-53124	-53503
筹资活动现金流	-1878	34458	51094	58088	71874
短期借款	1644	-683	409	450	495
长期借款	28637	41296	37223	38832	44364
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	13461	18806	27015
现金净增加额	6306	24970	30172	38491	51607

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	243095	284933	328159	368940	407962
营业成本	163951	208631	244554	279037	305243
营业税金及附加	18495	15685	21330	22136	26925
营业费用	6877	7384	8893	9223	10199
管理费用	4315	5434	6052	6839	7586
研发费用	1260	1436	1407	1729	1882
财务费用	3160	3386	3650	4189	4608
资产减值损失	849	95	0	0	0
其他收益	152	186	0	0	0
公允价值变动收益	53	246	260	221	238
投资净收益	6141	6211	7570	7569	7453
资产处置收益	-10	16	0	0	0
营业利润	52265	49670	50101	53576	59209
营业外收入	409	512	410	421	438
营业外支出	136	147	171	170	156
利润总额	52538	50035	50340	53827	59491
所得税	12490	12845	12786	13995	16063
净利润	40048	37189	37554	39832	43428
少数股东损益	11100	9802	10076	10874	11856
归属母公司净利润	28948	27388	27478	28958	31572
EBITDA	65069	64703	56166	60283	66556
EPS (元)	2.42	2.29	2.30	2.42	2.64

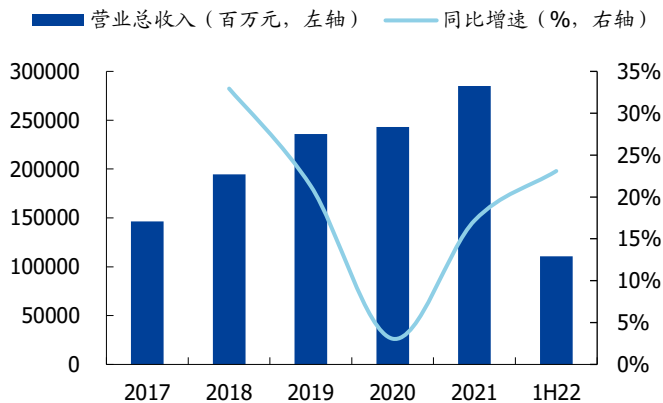
主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	3.0	17.2	15.2	12.4	10.6
营业利润(%)	3.7	-5.0	0.9	6.9	10.5
归属于母公司净利润(%)	3.5	-5.4	0.3	5.4	9.0
获利能力					
毛利率(%)	32.6	26.8	25.5	24.4	25.2
净利率(%)	11.9	9.6	8.4	7.8	7.7
ROE(%)	15.0	12.3	11.0	10.6	10.6
ROIC(%)	10.2	8.7	6.6	6.1	5.7
偿债能力					
资产负债率(%)	78.7	78.4	78.0	77.9	77.7
净负债比率(%)	56.6	56.4	57.4	60.3	62.3
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	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	113.1	100.9	100.9	100.9	100.9
应付账款周转率	1.2	1.4	1.7	1.6	1.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.42	2.29	2.30	2.42	2.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.88	0.92	1.14	1.19
每股净资产(最新摊薄)	13.37	14.78	17.07	18.98	21.10
估值比率					
P/E	6.9	7.3	7.2	6.9	6.3
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.7	7.4	9.1	9.2	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价

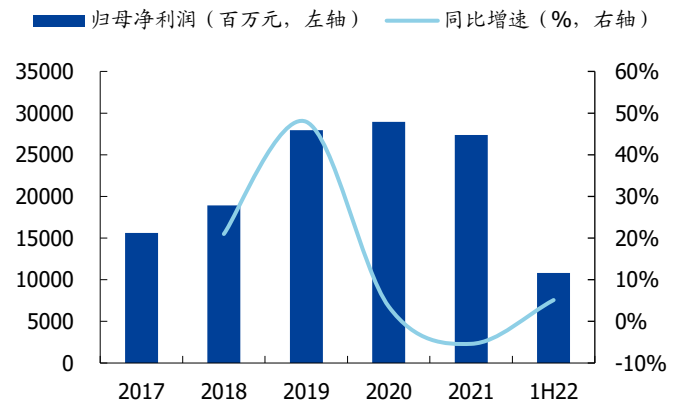
业绩实现正增长，销售管理费用率降低。公司 2022H1 实现营业总收入 1107.6 亿元，同比增长 23.1%；归母净利润 108.3 亿元，同比增长 5.1%；扣非后归母净利润 101.3 亿元，同比微增 0.8%，业绩增长符合预期。上半年利润增幅小于收入增幅主要因为上半年整体毛利率同比下降 7pct 至 25.5%，税后毛利率同比下滑 5pct 至 21.3%。上半年公司销售费用率为 2.1%，同比降低 0.6pct；管理费用率 2%，同比降低 0.6pct，销管费率降低主要因为广告宣传费以及薪酬支出减少；财务费用率 1.8%，同比提升 0.4pct，主要因为汇兑损失增加。截止 2022 年中期，公司预收房款 4312.1 亿元，覆盖去年房地产销售业务收入 1.65 倍，为营收增长提供保障。

图表 1: 公司营业收入及同比增速



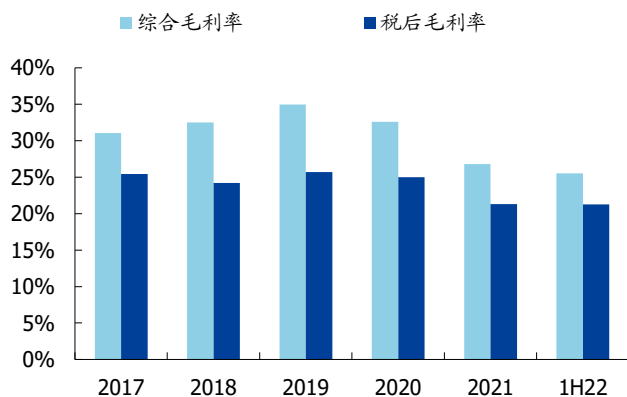
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及同比增速



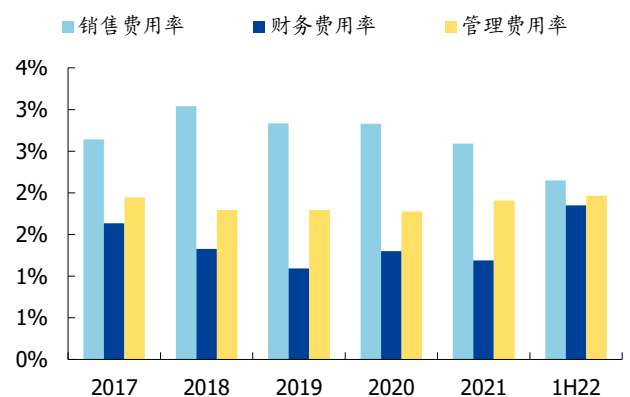
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司整体毛利率及税后毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

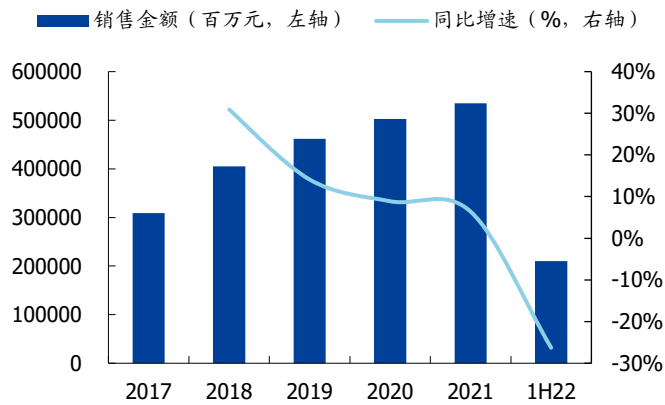
图表 4: 公司销售、管理、财务费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

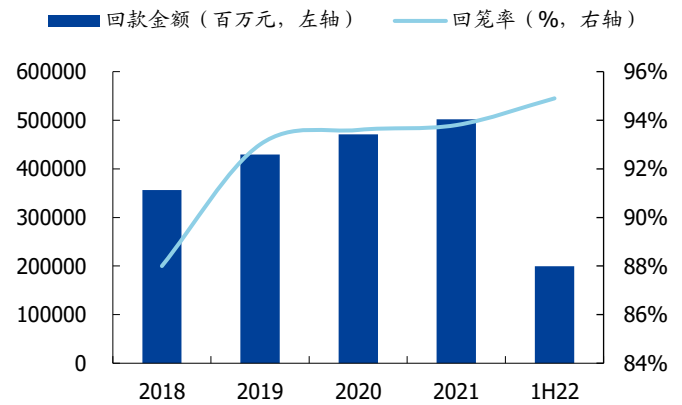
销售表现优于行业，核心 38 城贡献达 79%。公司 2022H1 实现签约额 2102.2 亿元，同降 26.3%，百强房企上半年降低 50.7%，公司销售降幅小于百强；签约面积 1307.3 万方，同降 21.8%；销售均价 16080 元/平方米，同降 5.8%。根据克而瑞排名，公司上半年销售额位列行业第二，较去年提升两位，销售额增速在 TOP40 房企中排第七位。核心城市贡献度提升，上半年核心 38 城贡献销售达 79%，同比提升 2pct，其中在 22 城销售排名第一，46 城排名前三。上半年公司强抓资金回笼，实现回笼资金 1995 亿元，回笼率为 94.9%，同比提升 5.3pct，现金流保持健康。

图表 5: 公司全口径销售金额



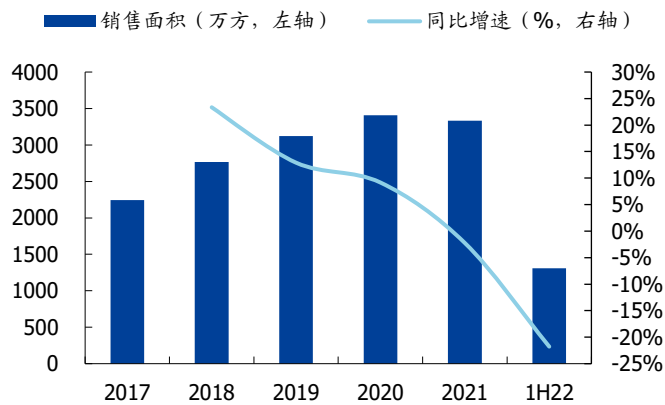
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司回款金额及回笼率



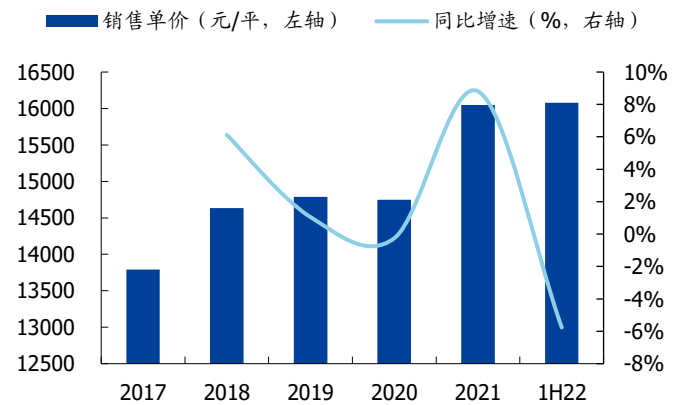
资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 7: 公司全口径销售面积



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

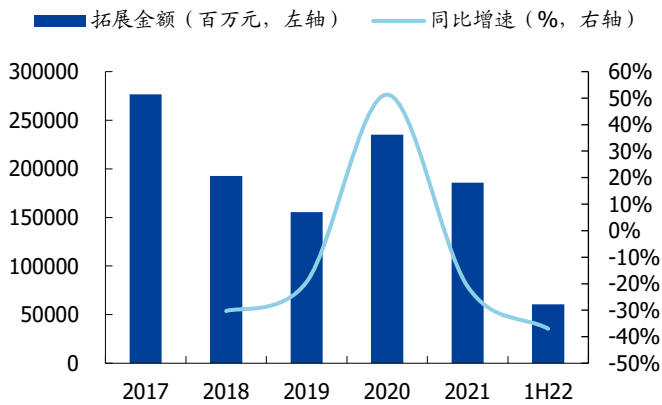
图表 8: 公司销售均价



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

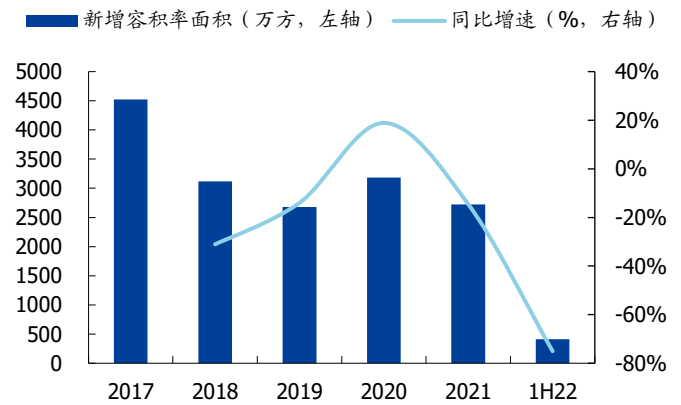
投资更加往核心城市聚焦, 拓展金额九成布局 38 城。2022 年上半年新拓展了 37 个项目, 新增容积率面积 412 万方, 同比降低 75%; 拓展金额 607 亿元, 同比降低 37%。上半年公司随着行业环境变化动态调整拿地策略, 一方面适当收敛拿地, 拿地金额/销售金额、拿地面积/销售面积分别为 28.9%和 31.5%, 同比分别下降 4.9pct 和 67.3pct。另一方面投资布局更加往核心城市集中, 上半年拓展金额在一二线城市和核心 38 城占比分别为 85%和 90%, 同比分别提升 16pct 和 14pct, 因而新增土储的平均楼面价同比大幅增长 152.6%至 1.47 万元/平, 土储质量进一步优化。同时产品结构不断优化, 上半年新增住宅货量占比 94%, 同比提升 8pct。

图表 9: 公司拓展金额及同比



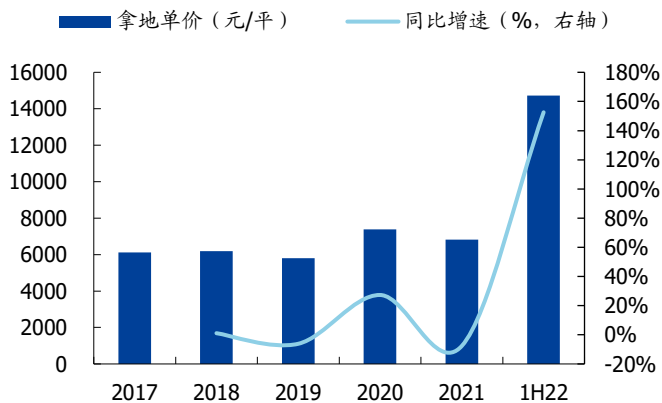
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司新增容积率面积及同比



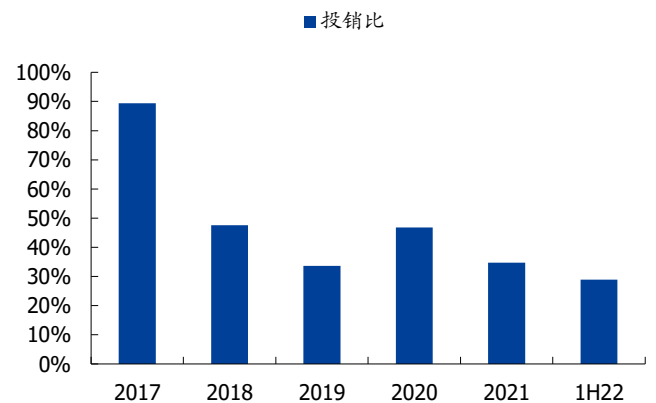
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司拿地单价及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

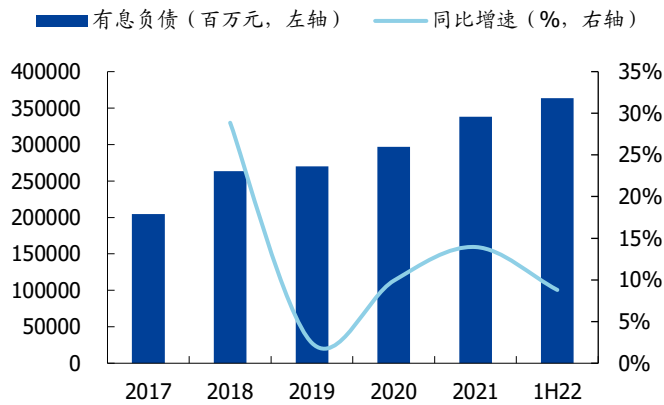
图表 12: 拿地金额/销售金额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

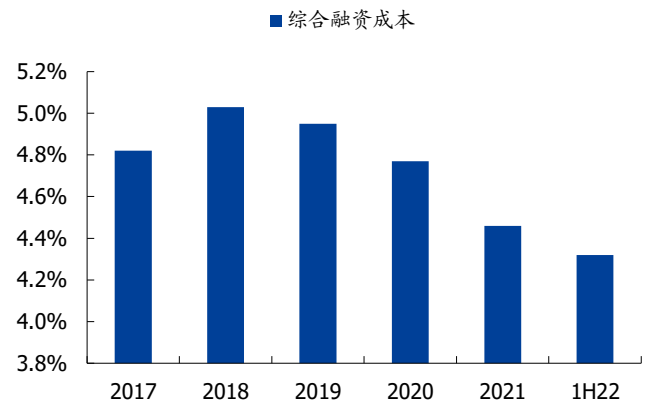
三条红线维持绿档, 融资优势显著。截止 2022 年中期, 公司有息负债 3635 亿元, 同比增长 8.8%; 货币资金 1571 亿元, 同比增长 1.1%, 受监管的预售房款有 485 亿元, 占比 30.9%。公司扣除预收账款后资产负债率为 66.5%, 同比降低 1.2pct; 净负债率 64.1%, 同比增加 5.4pct; 现金短债比 1.4 倍, 均符合三道红线标准。债务期限结构合理, 一年内到期的债务占比 21%。上半年公司共发行公司债 65 亿元, 中期票据 75 亿元, 平均融资成本仅 3.09%, 推动公司综合融资成本继续下行, 截止期末公司有息负债综合成本 4.32%, 同比降低 0.4 个百分点, 融资优势显著。

图表 13: 公司有息负债及增速



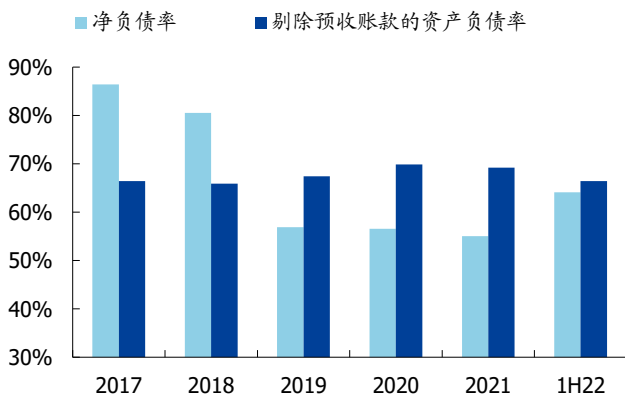
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 公司综合融资成本



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 公司净负债率及剔除预收账款的资产负债率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司现金短债比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示: 疫情影响超预期, 政策放松不及预期, 毛利率改善不及预期, 结算进度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com