

保利发展 (600048)

平稳增长，穿越周期

业绩稳健增长，毛利率有所下行

1) **营收增长稳健，毛利率阶段性下行。**22H1 公司实现营收 1107.23 亿元，同比+23.14%；归母净利润 108.26 亿元，同比+5.13%；加权 ROE5.39%，同比下降-0.17pct。2) **毛利受行业趋势影响下行，成本管控能力提升。**22H1 公司毛利率 25.52%，同比-6.93pct，与行业下行趋势一致；净利率 13.48%，同比-2.86pct；期间费用率 6.17%，同比-1.10pct，公司成立地产管理中心等，加速组织结构优化。3) **未结资源充足，业绩释放可期。**截至 22H1 公司存货规模 8447 亿元、合同负债 4343 亿元，同比分别+5.36%、-1.85%，即期收入保障倍数（22H1 合同负债/2021 年营业收入）152%，较 21 期末增长 6.4pct。

销售回款高效，布局聚焦核心城市

1) **销售规模韧性较强，资金回笼效率提升。**22H1 公司实现签约金额 2102.21 亿元，同比-26.3%，领先克而瑞 TOP10 房企 19.1pct，销售规模排名上升至第 3 名；销售回款率 94.9%，同比+5.3pct，回款效率显著提升；38 个核心城市销售贡献为 79%，同比+2pct，城市深耕效果显著。2) **外拓规模相对谨慎，布局聚焦高能级城市。**22H1 公司外拓金额 607 亿元，同比-37.0%，投资强度同比下降 4.9pct 至 28.8%；新增拓展楼面均价 1.47 万元/平，较 21H1 的 0.58 万元/平大幅提升，主要原因为公司优化投资布局，新增土储能级显著提升（新增拿地金额中一二线占比 85%，同比提升 16pct）。3) **投资结构优化。**公司严控商办及自持物业规模，新增货量中住宅占比 94%，同比提升 8pct。

信用资质优越，融资优势突出

1) **三道红线稳居绿档，债务久期分布健康。**22H1，公司剔除预收账款的资产负债率 66.45%，较 21 期末-2.7pct；净负债率 64.14%，较 21 期末+9.1pct；现金短债比 1.41 倍，21 期末为 2.65 倍；有息负债规模 3,635 亿元，同比+8.8%，其中一年内到期的债务占比 21%，短期偿债压力可控。2) **充分发挥信用优势，融资成本逆势下行。**22H1 三大信用评级机构给予公司投资级评级（标准普尔 BBB、惠誉 BBB+、穆迪 Baa2），22H1 公司新发公司债、中票合计 140 亿元，平均融资成本约 3.09%；综合融资成本约 4.32%，较 21 期末下行 14pct。8 月 29 日公司再发债券发行预案，计划发行不超 99 亿元用于偿还有息负债、项目建设、收并购等，受益于央企背景与高信用资质，公司融资优势不断巩固。

多元业态稳扎稳打，持续助力主业发展

22H1 公司非地产销售业务合计营收 102.37 亿元，同比提升 3.72%，业务收入占比 9.24%。分业态来看，保利物业 22H1 实现营收 64.49 亿元，同比+25.16%；购物中心开业面积 231 万平，较 21 期末-6.7%；酒店管理板块客房数量提升至近 5700 间，成功中标世界大学生运动会住宿服务项目；公寓板块开业及筹开项目 49 个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市。多元业态稳健发展，强化公司地产产业链优势。

投资建议：我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 292、307、328 亿元，同比增长 6.68%、5.01%、6.87%；摊薄 EPS 分别为 2.44、2.56、2.74 元，8 月 30 日股价对应 PE 分别为 6.94、6.61、6.19 倍。维持“买入”评级。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；公司项目施工及销售回款不及预期；公司利润率持续下行；公司多元业务拓展不顺

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)	7.01	7.41	6.94	6.61	6.19
市净率(P/B)	1.13	1.04	0.94	0.85	0.78
市销率(P/S)	0.83	0.71	0.64	0.59	0.55
EV/EBITDA	6.99	7.47	6.07	3.34	4.90

资料来源：Wind，天风证券研究所，数据截止 8 月 30 日

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	16.95 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,970.44
流通 A 股股本(百万股)	11,970.44
A 股总市值(百万元)	202,899.02
流通 A 股市值(百万元)	202,899.02
每股净资产(元)	15.09
资产负债率(%)	77.54
一年内最高/最低(元)	19.88/10.81

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

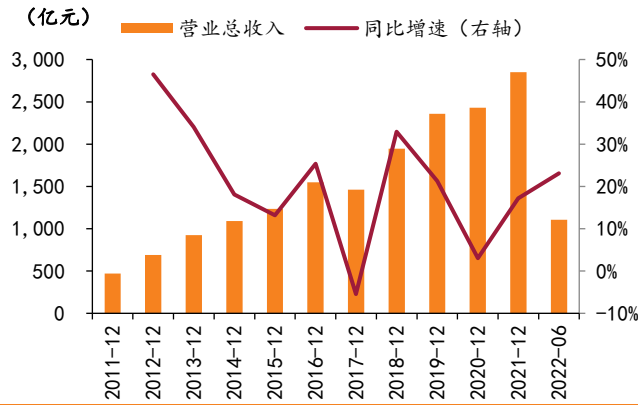


资料来源：聚源数据

相关报告

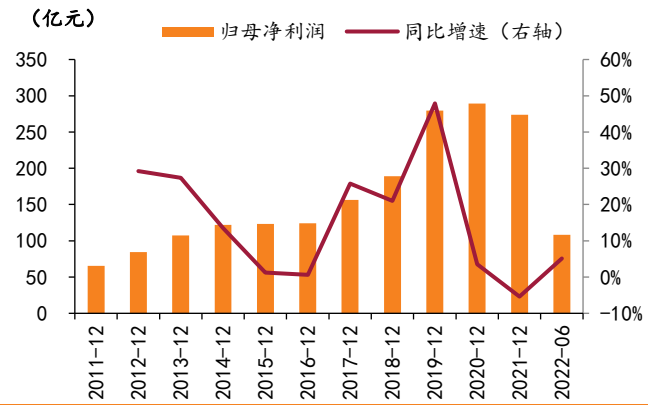
- 《保利发展-公司点评:业绩平稳释放，销售跃居第二》 2022-07-17
- 《保利发展-季报点评:业绩小幅提升，投资保持积极》 2022-05-02
- 《保利发展-年报点评报告:精耕核心城市，平稳穿越周期》 2022-04-19

图 1：公司营业总收入和同比增速



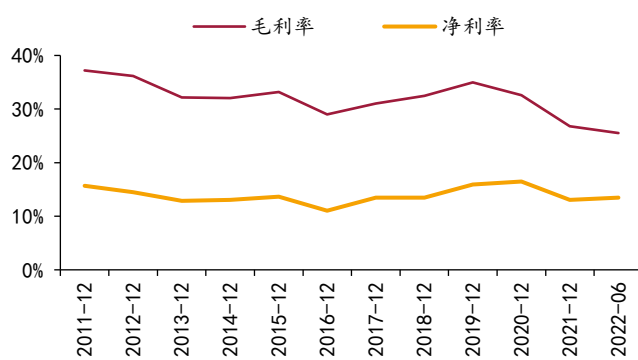
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润和同比增速



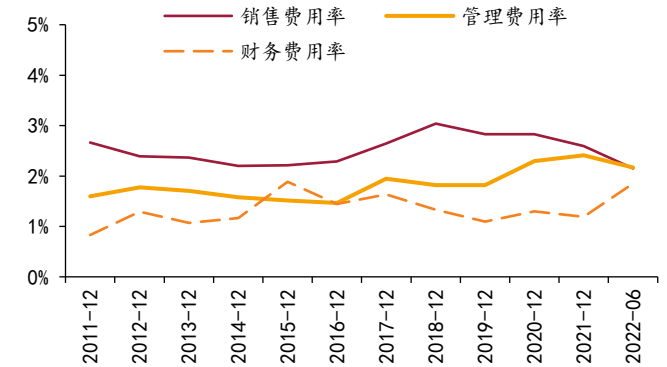
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司毛利率、净利率



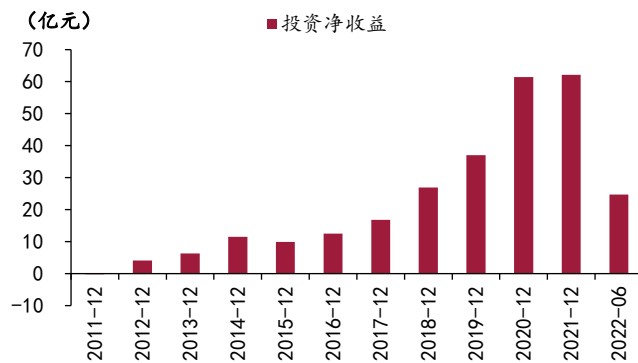
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：销售、管理、财务费用率



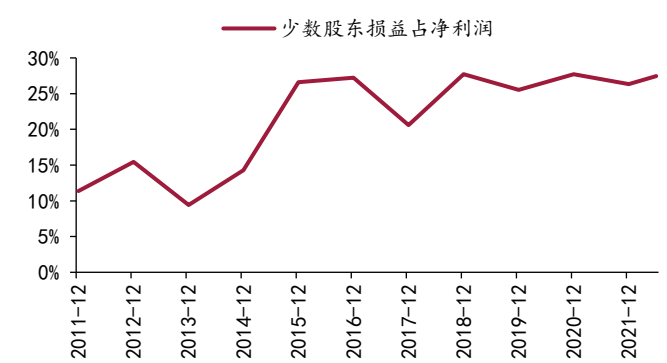
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司投资净收益



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司少数股东损益占净利润比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司销售商品、提供劳务收到的现金



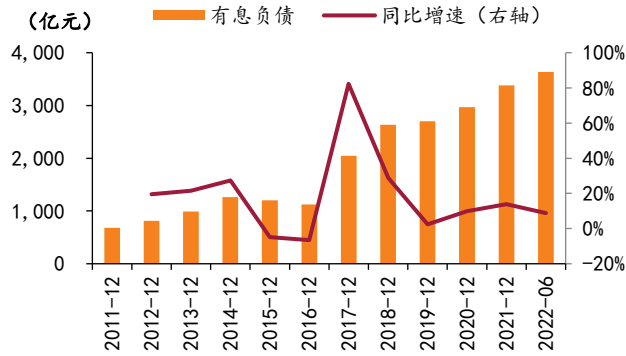
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司购买商品、接受劳务支付的现金



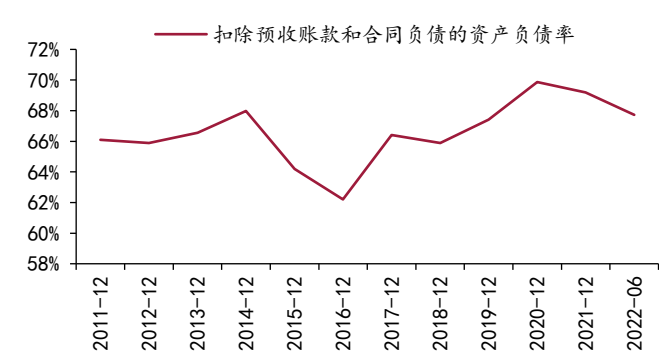
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司有息负债规模和同比增速



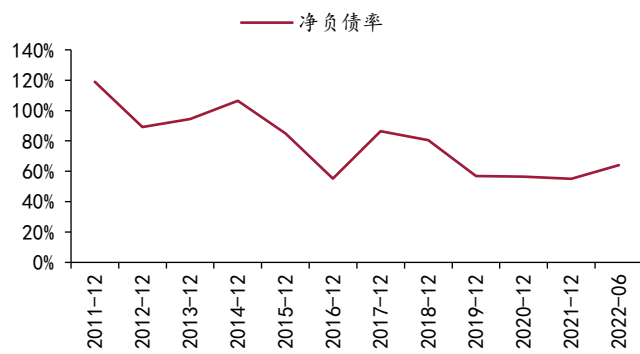
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司扣除预收账款的资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司净负债率



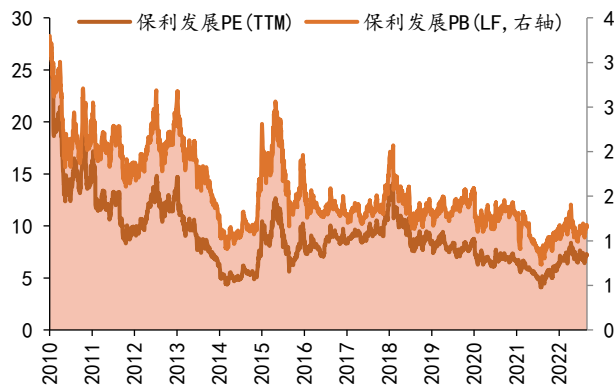
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司现金短债比



资料来源：Wind，天风证券研究所

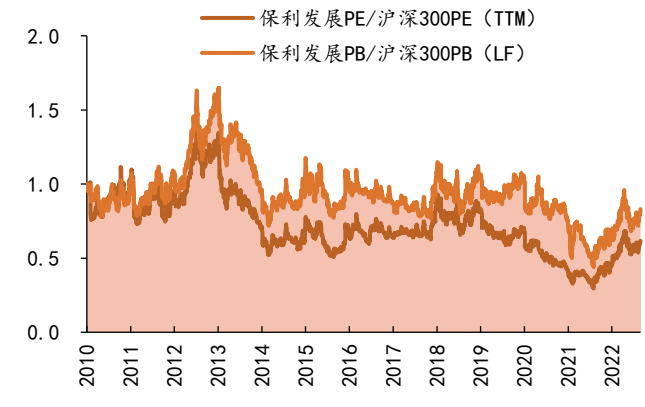
图 13：公司估值走势-PE(TTM)、PB(LF)



注：数据截至 2022 年 8 月 30 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司估值与沪深 300 指数之比



注：数据截至 2022 年 8 月 30 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值情况

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
万科 A	1848.12	15.89	1.94	2.17	2.39	2.61	8.21	7.31	6.65	6.09
招商蛇口	1141.52	14.75	1.34	1.41	1.53	1.69	11.01	10.49	9.62	8.74
金地集团	524.14	11.61	2.08	2.19	2.37	2.54	5.57	5.30	4.90	4.57
绿地控股	441.30	3.14	0.44	0.56	0.63	0.67	7.14	5.63	5.00	4.71
行业平均							7.98	7.18	6.54	6.03

注：数据截至 2022 年 8 月 30 日，预测部分为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示

- 1) 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2) 行业销售下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3) 公司项目施工及销售回款不及预期，销售下行超预期；
- 4) 公司利润率持续下行；
- 5) 公司多元业务拓展不顺。

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	277,695.69	411,606.98	334,725.13
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	1,752,395.08	1,563,557.74	1,677,247.05
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	1,898,600.26	1,709,328.06	1,821,919.39
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	11,970.44	11,970.44	11,970.44
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	189,056.74	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	330,244.31	360,437.67	391,230.28
负债和股东权益总计	1,251,374.92	1,399,933.05	1,898,600.26	1,709,328.06	1,821,919.39

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)	(12,313.84)	(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	(5,687.80)	(39,803.20)	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	106,311.23	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	59,471.54
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					
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)					
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	7.01	7.41	6.94	6.61	6.19
市净率	1.13	1.04	0.94	0.85	0.78
EV/EBITDA	6.99	7.47	6.07	3.34	4.90
EV/EBIT	7.14	7.67	6.25	3.44	5.04

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