

公司研究

收入与利润保持增长趋势，聚焦核心城市经营稳健

——保利发展（600048.SH）2022年中报点评

要点

事件：2022年8月29日，公司发布2022年半年度报告。22年H1实现营业收入1107亿元，同比增长23.1%；实现归母净利润108.3亿元，同比增长5.1%。

点评：营收高增长，毛利率维持在行业高位；销售与投资持续聚焦核心城市，未来去化与利润有保障，市占率有望提升；财务稳健，低成本融资渠道畅通。

营收与利润保持增长，盈利能力稳定：22年H1，公司营业总收入1107.63亿元，同比增长23.1%，主要系交付规模增加驱动；归母净利润108.3亿元，同比增长5.1%，收入与利润保持在增长轨道。22年H1综合毛利率为25.6%，同比降低6.95pct；扣除税金及附加后的毛利率为21.3%，同比降低5pct；归母净利率为9.8%，同比降低1.67pct；主要因20-21年拿地价格较高，利润空间压缩，但整体盈利能力仍高于行业平均水平。

销售强于大市，核心城市销售贡献提升：22年H1，受市场行情下滑影响，公司实现销售额2102亿元、销售面积1307万平米，分别同比减少26.3%、21.8%，销售额排名逆势提升至当期克而瑞百强房企销售榜单第二位。同时，核心城市销售贡献度提升，38个核心城市销售贡献为79%，同比提升2pct，公司在22个城市销售排名第一，46个城市排名前三，城市深耕效果显著，销售韧性较强。

投资聚焦核心城市，优化产品结构：22年H1，公司新增拿地607亿元，新增计容建面412万平米，于一二线拿地金额占比为90%，整体拿地销售比约29%。同时，上半年新增销量中住宅产品占94%，同比提升8pct。整体上，公司兼顾投资收益与安全性，量需投资，主动权高；坚持深耕核心城市并优化产品结构，有利于保障去化和利润水平，形成拿地-快去化-高结利的良性内循环。

财务稳健，资金充裕，信用优势显著：截至22年H1期末，公司扣除预收款的资产负债率为66.45%、净负债率为64.14%、现金短债比为1.41。22年H1，公司实现销售回款1995亿元，回款率为94.9%，保持近三年最高水平；累计发行公司债、中期票据合计140亿，平均融资成本仅3.09%，促进上半年综合融资成本较21年末降低14个基点至4.32%，高信用优势下财务费率有望再降低。

盈利预测、估值与评级：公司销售稳健，拿地实力强，央企信用与品牌美誉度高，盈利能力于行业加速出清后有望迎来修复，看好公司作为行业龙头的未来发展空间。考虑到公司上半年结算进度加快，盈利稳健，我们上调公司22-24年预测EPS分别为2.51元(上调4.4%)、2.79元(上调9.5%)、3.08元(上调12.8%)；当前股价对应22-24年PE估值为6.8倍、6.1倍、5.5倍，维持“买入”评级。

风险提示：销售、拿地不及预期，开工、交付不及预期，行业下行超预期等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,208	285,024	325,607	365,840	404,610
营业收入增长率	3.1%	17.2%	14.2%	12.4%	10.6%
净利润(百万元)	28,948	27,388	30,086	33,367	36,900
净利润增长率	3.5%	-5.4%	9.9%	10.9%	10.6%
EPS(元)	2.42	2.29	2.51	2.79	3.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.1%	14.0%	13.8%	13.6%	13.6%
P/E	7.0	7.4	6.8	6.1	5.5
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-09-02

买入（维持）

当前价：17.02元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	119.70
总市值(亿元)	2037.37
一年最低/最高(元)	11.34/19.20
近3月换手率	50.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.66	17.42	55.52
绝对	10.59	18.02	43.49

资料来源：Wind

相关研报

销售表现领先大市，经营业绩稳中有升——保利发展（600048.SH）2022年半年度业绩快报点评（2022-07-18）

行业龙头地位稳固，发展速度与质量兼顾——保利发展（600048.SH）2021年年报点评（2022-04-21）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	243,208	285,024	325,607	365,840	404,610
营业成本	163,951	208,631	240,400	272,206	298,089
折旧和摊销	1,295	2,105	2,465	2,825	3,172
税金及附加	18,495	15,685	16,625	17,370	22,811
销售费用	6,877	7,384	8,403	9,146	10,075
管理费用	4,315	5,434	6,175	6,902	7,431
研发费用	1,260	1,436	1,640	1,843	2,038
财务费用	3,160	3,386	3,869	4,347	4,807
投资收益	6,141	6,211	6,522	6,978	7,885
营业利润	52,265	49,670	55,329	61,356	67,716
利润总额	52,538	50,035	55,329	61,356	67,716
所得税	12,490	12,845	14,115	15,584	17,098
净利润	40,048	37,189	41,214	45,771	50,617
少数股东损益	11,100	9,802	11,128	12,404	13,717
归属母公司净利润	28,948	27,388	30,086	33,367	36,900
EPS(元)	2.42	2.29	2.51	2.79	3.08

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	15,150	10,551	26,332	21,821	10,393
净利润	28,948	27,388	30,086	33,367	36,900
折旧摊销	1,295	2,105	2,465	2,825	3,172
净营运资金增加	41,057	45,163	37,474	46,603	61,787
其他	-56,150	-64,105	-43,694	-60,974	-91,465
投资活动产生现金流	-6,927	-19,987	-21,195	-15,212	-15,003
净资本支出	621	-135	-350	-350	-350
长期投资变化	-13,504	-22,539	-22,348	-18,140	-18,548
其他资产变化	5,955	2,688	1,503	3,279	3,895
融资活动现金流	-1,878	34,458	16,238	17,208	27,561
股本变化	35	2	0	0	0
债务净变化	26,754	41,388	26,997	29,057	42,360
无息负债变化	154,297	70,893	91,808	77,530	168,984
净现金流	6,306	24,970	21,375	23,818	22,952

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.6%	26.8%	26.2%	25.6%	26.3%
EBITDA 率	20.1%	16.9%	16.9%	16.8%	16.7%
EBIT 率	19.6%	16.3%	16.2%	16.0%	16.0%
税前净利润率	21.6%	17.6%	17.0%	16.8%	16.7%
归母净利润率	11.9%	9.6%	9.2%	9.1%	9.1%
ROA	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%
ROE (摊薄)	16.1%	14.0%	13.8%	13.6%	13.6%
经营性 ROIC	7.8%	6.8%	7.1%	7.3%	7.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	79%	78%	78%	78%	79%
流动比率	1.51	1.52	1.51	1.51	1.48
速动比率	0.53	0.53	0.55	0.57	0.54
归母权益/有息债务	0.61	0.58	0.60	0.62	0.62
有形资产/有息债务	4.19	4.11	4.22	4.28	4.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,251,375	1,399,933	1,553,041	1,697,878	1,949,829
货币资金	146,008	171,384	192,759	216,577	239,529
交易性金融资产	507	123	123	123	123
应收账款	2,450	3,179	3,622	4,054	4,485
应收票据	2	15	17	19	21
其他应收款 (合计)	153,522	158,010	180,495	202,764	224,241
存货	741,475	809,656	871,917	930,348	1,099,464
其他流动资产	48,227	61,695	73,870	85,135	95,215
流动资产合计	1,136,226	1,247,342	1,372,598	1,495,341	1,724,711
其他权益工具	331	332	332	332	332
长期股权投资	72,550	95,089	117,437	135,577	154,126
固定资产	7,659	11,275	11,042	10,790	10,521
在建工程	546	571	541	518	501
无形资产	430	404	411	418	423
商誉	67	67	67	67	67
其他非流动资产	1,792	700	2,284	2,284	2,284
非流动资产合计	115,149	152,591	180,444	202,537	225,118
总负债	984,737	1,097,019	1,215,823	1,322,410	1,533,754
短期借款	4,777	4,094	2,091	2,147	5,507
应付账款	136,564	130,127	149,942	169,780	185,924
应付票据	14,919	9,470	10,818	11,977	12,818
预收账款及合同负债	366,499	416,869	469,712	509,459	636,279
其他流动负债	31,874	36,524	40,583	44,203	47,305
流动负债合计	751,758	818,817	910,230	989,409	1,163,335
长期借款	207,160	231,904	251,904	271,904	301,904
应付债券	25,066	41,620	47,620	53,620	59,620
其他非流动负债	58	78	98	118	137
非流动负债合计	232,979	278,201	305,594	333,001	370,419
股东权益	266,638	302,914	337,218	375,468	416,075
股本	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970
公积金	23,424	23,892	23,892	23,892	23,892
未分配利润	124,468	141,052	164,195	190,041	216,931
归属母公司权益	180,231	195,561	218,737	244,583	271,473
少数股东权益	86,407	107,354	118,481	130,885	144,603

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.83%	2.59%	2.58%	2.50%	2.49%
管理费用率	1.77%	1.91%	1.90%	1.89%	1.84%
财务费用率	1.30%	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%
研发费用率	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	24%	26%	26%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.73	0.58	0.63	0.84	0.92
每股经营现金流	1.27	0.88	2.20	1.82	0.87
每股净资产	15.06	16.34	18.27	20.43	22.68
每股销售收入	20.32	23.81	27.20	30.56	33.80

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	7.0	7.4	6.8	6.1	5.5
PB	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.8	13.0	12.0	11.3	10.9
股息率	4.3%	3.4%	3.7%	4.9%	5.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE