

保利发展 (600048.SH)

持续稳健经营，积极应对挑战

买入

核心观点

归母净利润同增 5.1%，利润率下行。2022 上半年公司实现收入 1107.2 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%。受行业整体下行和结算结构影响，上半年公司毛利率为 25.6%，较去年同期下降 7.0pct，与行业整体利润率下行趋势一致，上半年司净利率为 13.5%，同比下降 2.9pct。

销售优于行业，保持投资定力。2022 年上半年公司实现销售额 2102.2 亿元，同比下降 26.3%；实现销售面积 1307.3 万平方米，同比下降 21.8%，虽然受市场下行影响销售规模出现下降，但表现仍优于行业平均水平。公司在核心城市贡献度提升，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。上半年公司拓展项目 37 个，新增容积率面积 412 万平方米，拓展金额 607 亿元，一二线城市、38 个核心城市拓展金额占比分别为 85%和 90%，分别同比提升 16、14pct，且资源全部位于市场有效边界内。

财务表现优秀。截至 2022 上半年末，公司净负债率 64.1%，剔除应收账款后的资产负债率 66.5%，现金短债比 1.4，“三道红线”指标处于绿档。上半年公司实现回笼金额 1995 亿元，回笼率为 94.9%。截至 2022 上半年末，公司有息负债规模为 3635 亿元，综合融资成本约 4.32%，较去年末下降 14bp，继续保持业内领先优势。

积极应对行业挑战。公司持续加强纵向联动机制，关键岗位下沉督导提升销售表现；强化数字化营销能力，落地“云和+”在线销售平台；基于核心城市布局优势，开展跨区域、跨业态项目的联动营销。同时，公司全面强化合作项目风险管控，提前做好竣工交付预案，上半年合计交付规模 7.9 万套，同比增长 1%。

风险提示：公司销售、结算进度不及预期，结算项目利润率不及预期。

投资建议：公司作为经营稳健、信用优异的央企龙头，积极应对行业挑战，有望率先走出行业下行周期，进一步提升市场份额和行业地位。预计公司 22-23 年的归母净利润分别为 288.6、299.8 亿元，对应最新股本的 EPS 为 2.41、2.50 元，对应最新股价的 PE 为 7.1、6.8X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,208	285,024	320,652	350,473	381,314
(+/-%)	3.1%	17.2%	12.5%	9.3%	8.8%
净利润(百万元)	28948	27388	28860	29982	31048
(+/-%)	3.5%	-5.4%	5.4%	3.9%	3.6%
每股收益(元)	2.42	2.29	2.41	2.50	2.59
EBIT Margin	19.9%	16.3%	17.3%	16.8%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	14.0%	13.4%	12.7%	12.0%
市盈率 (PE)	7.0	7.4	7.1	6.8	6.6
EV/EBITDA	24.0	27.2	25.7	27.1	28.0
市净率 (PB)	1.13	1.04	0.94	0.86	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

联系人：王静

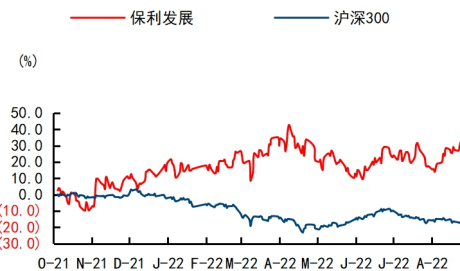
021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.02 元
总市值/流通市值	203729/203729 百万元
52 周最高价/最低价	19.88/11.74 元
近 3 个月日均成交额	1512.18 百万元

市场走势



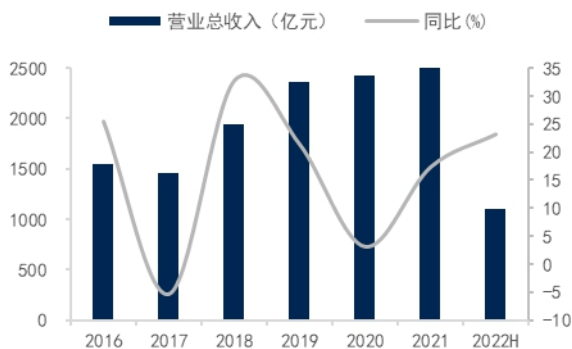
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《保利发展(600048.SH)-精细化管理，稳健发展》——2022-04-19
- 《保利发展-600048-公司快评：销售表现优于可比公司，有望受益于行业新格局》——2022-02-11
- 《保利发展-600048-2021 年三季报点评：销售业绩稳增，财务优势明显》——2021-10-31
- 《保利地产-600048-2021 年中报点评：稳健发展，降本增效》——2021-08-24
- 《保利地产-600048-重大事件快评：低位增持，传递信心》——2021-08-05

归母净利润同增 5.1%，利润率下行。2022 上半年公司实现收入 1107.2 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%。受行业整体下行和结算结构影响，上半年公司毛利率为 25.6%，较去年同期下降 7.0pct，与行业整体利润率下行趋势一致，上半年司净利率为 13.5%，同比下降 2.9 pct。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

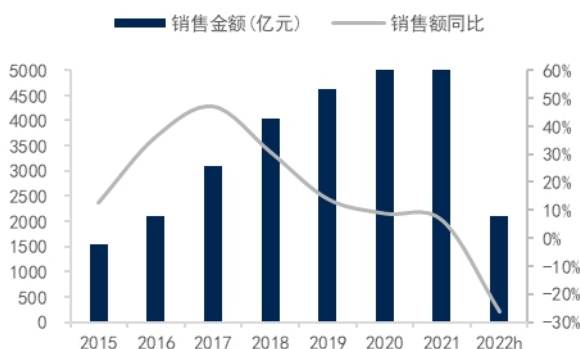
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销售优于行业，保持投资定力。2022 年上半年公司实现销售额 2102.2 亿元，同比下降 26.3%；实现销售面积 1307.3 万平方米，同比下降 21.8%，虽然受市场下行影响销售规模出现下降，但表现仍优于行业平均水平。公司在核心城市贡献度提升，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。上半年公司拓展项目 37 个，新增容积率面积 412 万平方米，拓展金额 607 亿元，一二线城市、38 个核心城市拓展金额占比分别为 85%和 90%，分别同比提升 16、14pct，且资源全部位于市场有效边界内。

图3：公司销售额及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司销售面积及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务表现优秀。截至 2022 上半年末，公司净负债率 64.1%，剔除应收账款后的资产负债率 66.5%，现金短债比 1.4，“三道红线”指标处于绿档。上半年公司实现回笼金额 1995 亿元，回笼率为 94.9%。截至 2022 上半年末，公司有息负债规模为 3635 亿元，综合融资成本约 4.32%，较去年末下降 14bp，继续保持业内领先优势。

积极应对行业挑战。公司持续加强纵向联动机制，关键岗位下沉督导提升销售表现；强化数字化营销能力，落地“云和+”在线销售平台；基于核心城市布局优势，开展跨区域、跨业态项目的联动营销。同时，公司全面强化合作项目风险管控，提前做好竣工交付预案，上半年合计交付规模 7.9 万套，同比增长 1%。

风险提示：公司销售、结算进度不及预期，结算项目利润率不及预期。

投资建议：公司作为经营稳健、信用优异的央企龙头，积极应对行业挑战，有望率先走出行业下行周期，进一步提升市场份额和行业地位。预计公司 22-23 年的归母净利润分别为 288.6、299.8 亿元，对应最新股本的 EPS 为 2.41、2.50 元，对应最新股价的 PE 为 7.1、6.8X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	146008	171384	193284	215221	234682	营业收入	243208	285024	320652	350473	381314
应收款项	155420	160881	189619	209681	222952	营业成本	163951	208631	230870	252340	276072
存货净额	741475	809656	919008	1042080	1118442	营业税金及附加	18495	15685	19239	22781	26692
其他流动资产	92815	105296	115960	129990	140065	销售费用	6877	7384	7375	8061	8770
流动资产合计	1136226	1247342	1417995	1597096	1716265	管理费用	4315	5434	6076	6640	7223
固定资产	8205	11846	10960	10074	9145	研发费用	1260	1436	1603	1778	1921
无形资产及其他	430	404	389	374	359	财务费用	3160	3386	3422	4782	4606
投资性房地产	33964	45251	45251	45251	45251	投资收益	6141	6211	3	3	3
长期股权投资	72550	95089	110623	127815	146237	资产减值及公允价值变动	(796)	152	15	15	0
资产总计	1251375	1399933	1585219	1780610	1917256	其他收入	509	(1197)	(1603)	(1778)	(1921)
短期借款及交易性金融负债	64576	64668	120000	154998	176180	营业利润	52265	49670	52084	54108	56033
应付款项	151483	139597	175210	197723	206227	营业外净收支	273	365	0	0	0
其他流动负债	535699	614552	670044	764258	826477	利润总额	52538	50035	52084	54108	56033
流动负债合计	751758	818817	965254	1116980	1208884	所得税费用	12490	12845	13021	13527	14008
长期借款及应付债券	232227	273523	283523	298523	313523	少数股东损益	11100	9802	10203	10600	10977
其他长期负债	752	4678	6183	6441	6766	归属于母公司净利润	28948	27388	28860	29982	31048
长期负债合计	232979	278201	289706	304964	320289	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	984737	1097019	1254960	1421944	1529173	净利润	28948	27388	28860	29982	31048
少数股东权益	86407	107354	114496	121915	129599	资产减值准备	(1897)	755	3	7	8
股东权益	180231	195561	215763	236750	258484	折旧摊销	1176	1394	1160	1199	1222
负债和股东权益总计	1251375	1399933	1585219	1780610	1917256	公允价值变动损失	796	(152)	(15)	(15)	0
						财务费用	3160	3386	3422	4782	4606
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(44962)	(25762)	(56141)	(40171)	(28653)
每股收益	2.42	2.29	2.41	2.50	2.59	其它	1864	(3902)	7139	7413	7676
每股红利	2.43	3.02	0.72	0.75	0.78	经营活动现金流	(14074)	(280)	(18994)	(1586)	11301
每股净资产	15.06	16.34	18.03	19.78	21.59	资本开支	0	(5894)	(247)	(289)	(286)
ROIC	7.40%	6.18%	7%	6%	6%	其它投资现金流	(434)	383	0	0	0
ROE	16.06%	14.00%	13%	13%	12%	投资活动现金流	(13938)	(28050)	(15780)	(17481)	(18708)
毛利率	33%	27%	28%	28%	28%	权益性融资	(40)	21338	0	0	0
EBIT Margin	20%	16%	17%	17%	16%	负债净变化	35088	24743	10000	15000	15000
EBITDA Margin	20%	17%	18%	17%	16%	支付股利、利息	(29035)	(36184)	(8658)	(8994)	(9315)
收入增长	3%	17%	12%	9%	9%	其它融资现金流	22535	55250	55331	34998	21182
净利润增长率	4%	-5%	5%	4%	4%	融资活动现金流	34601	53707	56673	41004	26868
资产负债率	86%	86%	86%	87%	87%	现金净变动	6588	25377	21900	21937	19461
股息率	14.3%	17.8%	4.2%	4.4%	4.6%	货币资金的期初余额	139419	146008	171384	193284	215221
P/E	7.0	7.4	7.1	6.8	6.6	货币资金的期末余额	146008	171384	193284	215221	234682
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	4266	(13611)	4894	17761
EV/EBITDA	24.0	27.2	25.7	27.1	28.0	权益自由现金流	0	84260	49153	51305	50488

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032