

# 行业整合推动内部增长，信心修复助力销售回春

2022年10月27日

➤ **创新管理模式，助力公司平稳发展。** 保利发展近五年销售规模一直稳居房企 TOP5，公司引入包括香港中央结算有限公司、泰康人寿保险股份有限公司、中国证券金融股份有限公司等股东，同时 2021 年 7 月公司完成了管理层换届，均意在保证公司平稳发展。

➤ **深耕房地产开发主业，持续稳健经营。** **投资端：**保利发展一直保持“核心城市+城市群”大规模的拿地节奏，2017-2021 年权益拿地面积始终维持在 1700 万㎡以上，2022 年 1-9 月保利发展权益拿地金额为 530 亿元，仅次于华润置地 784 亿元和中海 631 亿元，权益拿地面积以 379 万㎡排名第二，其中一二线城市的拿地面积占比达到了 76.4%；**销售端：**公司已布局全国核心城市，拥有大量优质的土储，同时得益于公司低于行业平均水平的销管费 4.11%，使得公司可以采取相对灵活的销售方式。2022 年 1-9 月全口径累计销售金额已达 3201 亿元，仅次于越秀、华发、华润置地等位列第六。

➤ **“两翼”业务多点开花，战略价值逐渐显现。** **综合服务翼业务绑定产业链：**(1) 2022H1 物业公司在管面积达到了 5.23 亿㎡，实现了 22.15% 的同比增幅，公司规模位列物业管理行业前二；(2) 公司旗下保利酒店运营 20 家酒店及会议中心，储备中的拟建、在建项目共 61 家，面积达 220 万平方米；**不动产金融翼规模持续增长：**公司旗下拥有信保基金（40%直接持股）、保利资本（45%直接持股）及太平保利（49%直接持股）三大业务板块，截至 2021 年，累计基金管理规模已超 1700 亿元。

➤ **长期稳健经营，负债结构不断优化。** (1) 由于疫情及市场的原因，2019 年以来公司归母净利润增长放缓，2021 年首次出现负增长，公司 2022H1 毛利率 25.5%、净利率 13.5%，虽然利润端承压，但公司合同负债及预收账款实现同比 4.40% 的增幅，可覆盖 2021 年营收 1.5 倍，公司可结算项目仍有较大体量，未来在高杠杆民企竞争力下降的市场上，公司利润增长空间仍存；(2) 2022H1 公司三道红线均处于绿档，且始终优于行业平均水平，公司负债结构逐渐优化；(3) 2022H1 公司的短期有息负债占总息负债 20.6%，占比逐渐平稳，在长期负债中 2022 年以后无海外债偿还压力，信用债超 50% 也将于 2025 年后偿还。

➤ **投资建议：** (1) **融资端：**公司作为地产行业的央企龙头，拥有较低的融资成本；(2) **销售端：**客户对央企产品交付信心较为充足；(3) **投资端：**目前土拍市场拿地成本普遍较低。因此我们预测公司 2022-2024 年营业收入达 2981.92 亿元/3421.40 亿元/3861.03 亿元，同比增长 4.6%/14.7%/12.8%，2022-2024 年 PE 倍数为 6.7/5.9/5.4。我们选择传统国有企业及国资背景混合所有制企业万科 A、招商蛇口、建发股份、金地集团进行估值比较，公司对应 2022/2023 年盈利预测的 PE 估值为 6.7/5.9 倍，均比可比公司均值略低；在 2022 年 4 季度天气转凉后，需求端有望逐渐修复，我们认为公司无论在成本管控还是开发能力方面均具备较大优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 市场回暖速度不及预期；土地拓展不及预期；政策兑现不及预期；结算不及预期；销管费控制不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	285,024	298,192	342,140	386,103
增长率 (%)	17.2	4.6	14.7	12.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	27,388	27,765	31,484	34,075
增长率 (%)	-5.4	1.4	13.4	8.2
每股收益 (元)	2.29	2.32	2.63	2.85
PE	6.8	6.7	5.9	5.4
PB	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 10 月 26 日收盘价)

## 推荐

首次评级

当前价格：

15.70 元



### 分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

电话：1527099722

邮箱：liyanyang\_yj@mszq.com

### 研究助理 陈立

执业证书：S0100122080002

电话：18817507365

邮箱：chenli\_yj@mszq.com

# 目录

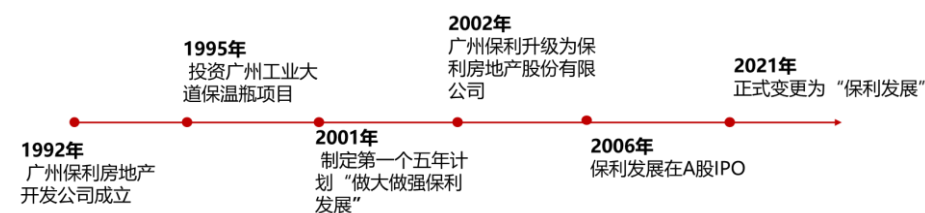
<b>1 创新管理模式，助力公司平稳发展</b>	<b>3</b>
1.1 由广州向全国拓展，公司战略与时俱进	3
1.2 组织架构调整，带动公司重新启航	3
1.3 “一主”业务平稳提升，两翼业务协同发展	4
<b>2 深耕房地产开发主业，持续稳健经营</b>	<b>7</b>
2.1 土地拓展穿越周期，优质土储助力发展	7
2.2 住宅销售量价平稳上升，销管理费率优于行业平均	10
<b>3 “两翼”业务多点开花，战略价值逐渐显现</b>	<b>14</b>
3.1 综合服务翼业务绑定产业链	14
3.2 不动产金融翼规模持续增长	16
<b>4 长期稳健经营，负债结构不断优化</b>	<b>17</b>
4.1 规模净利润水平承压，已售未结规模保证收入	17
4.2 债务结构逐渐合理，海外债占比收缩减少外债风险	18
4.3 三道红线表现维持绿档，发债成本进一步降低	19
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>21</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	21
5.2 估值分析	23
5.3 投资建议	23
<b>6 风险提示</b>	<b>24</b>
<b>插图目录</b>	<b>26</b>
<b>表格目录</b>	<b>26</b>

# 1 创新管理模式，助力公司平稳发展

## 1.1 由广州向全国拓展，公司战略与时俱进

1992年广州保利房地产开发公司作为保利发展前身，于广州“望星楼”成立；1995年公司投资了广州工业大道保温瓶厂项目，正式踏入商品房开发领域；2001年保利制定第一个五年计划——“做大做强保利发展”，将区域化管理调整为条块管理，其中保利发展成为放开业务的主体；2002年保利集团启动股份制改革，将广州保利升级为保利房地产股份有限公司，同时保利发展制定了全国化发展战略，即抓住当时城镇化高速发展的战略机遇期，从广州走出去，主要沿着京广线（纵轴）和长江沿线（横轴）进行布局，业务快速扩张；2006年保利发展在A股IPO，公司2007年、2009年增发两次、2008年发行一次公司债；保利发展29周年庆之际，公司证券简称正式变更为“保利发展”，证券代码保持不变，这标志着公司迈入全新的发展时代，围绕“一主两翼”的发展战略，在保持地产主业战略优势的情况下，开始围绕“美好生活”构筑新的发展蓝图。

图1：保利发展从1992年至今的主要节点



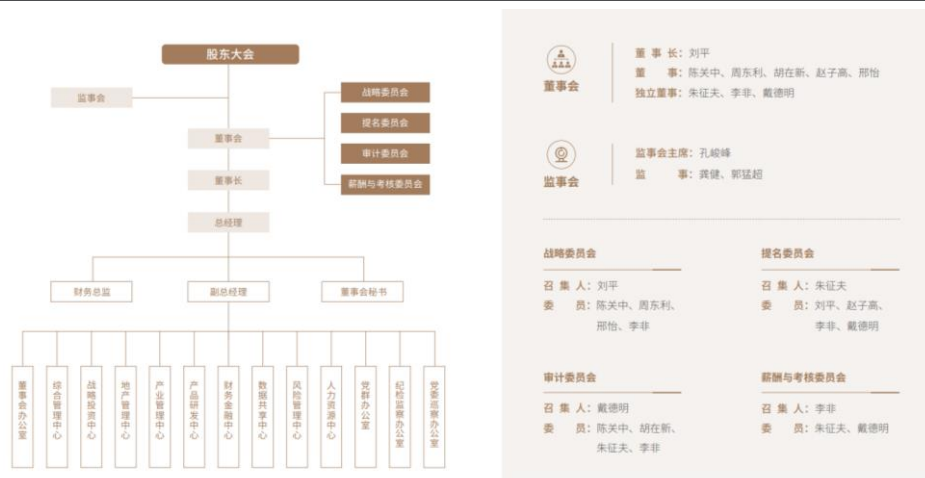
资料来源：公司官网，民生证券研究院

2002年，保利发展提出了“三个为主，两个结合”的战略定位，以做强房地产主业为主、以中心城市布局为主，商品房以住宅开发为主，将滚动开发收入与物业经营收入相结合，将资本经营与资产运营相结合，牢牢把握住中国房地产开发行业快速发展阶段的窗口期，精准依托资本市场，探索多元化发展模式，助力企业第一次腾飞。随后，公司将“两个结合”提升为“三个结合”，强调扩大规模与提升效益相结合，使得企业在行业发展的黄金期，得以快速扩张，在“十二五”、“十三五”期间都实现了净利润翻番。

## 1.2 组织架构调整，带动公司重新启航

2021年7月29日公司公告，刘平被选举担任公司董事长；2021年8月17日公司公告，周东利被聘任为公司总经理，同时提名为董事会候选人；拟聘任王一夫为公司财务总监；张伟、刘文生、潘志华、张艳华、刘颖川及唐翔被聘任为副总经理，黄海被聘任为董秘。公司的管理层至此完成了顺利换届，新团队带领公司重新启航。

图2：保利发展完成换届后组织架构



资料来源：公司官网，民生证券研究院

保利发展控股集团股份有限公司大股东持股稳定，且吸引险资入股，公司稳定发展能力得以体现。公司股东包括母公司保利南方集团有限公司（37.69%）及中国保利集团有限公司（2.80%），香港中央结算有限公司（4.81%），险资泰康人寿保险股份有限公司（4.11%），中国证券金融股份有限公司（2.98%）以及其他（47.61%）。

图3：保利发展股权结构（截至 2022H1）

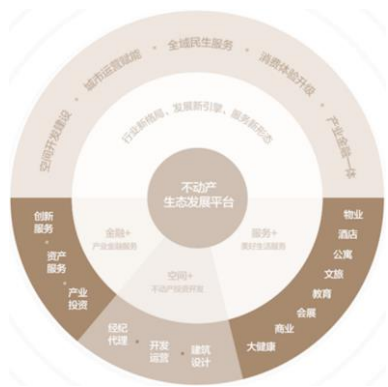


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.3 “一主”业务平稳提升，两翼业务协同发展

随着行业竞争迈入白热化的阶段，2016 年保利发展适时提出“一主两翼”的战略布局、“不动产生态发展平台”的愿景，整合产业链上下游资源，寻求第二增长曲线的盈利增长点。

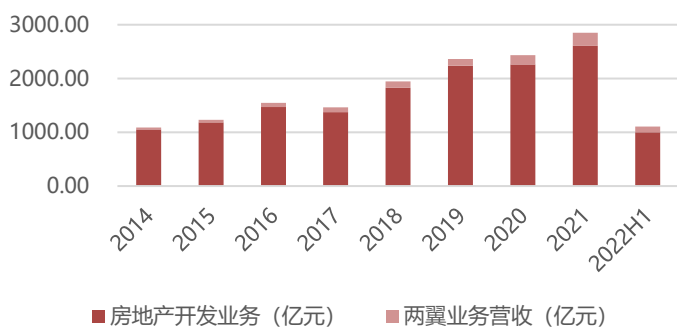
图4：保利发展“一主两翼”业务战略布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

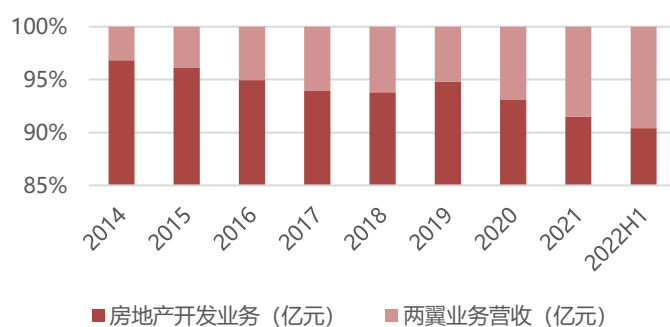
公司房地产开发业务作为主营业务收入稳定增长，2022 H1 实现收入 1001.54 亿元；2021 年的 2607 亿元，同比 2020 年提升了 15%，较 2017 年增长了 80%；“两翼”业务协同发展，相关业务 2022 H1 收入为 106 亿元，2021 年达到了 242.57 亿元，较 2017 年提升了 173%，两翼收入贡献占比由 2017 年的 6.07% 提升到 2022 H1 的 9.6%，其多元赛道价值逐渐显现。

图5：2014-2022H1 公司“一主两翼”业务营收



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2014-2022H1 公司“一主两翼”业务占比



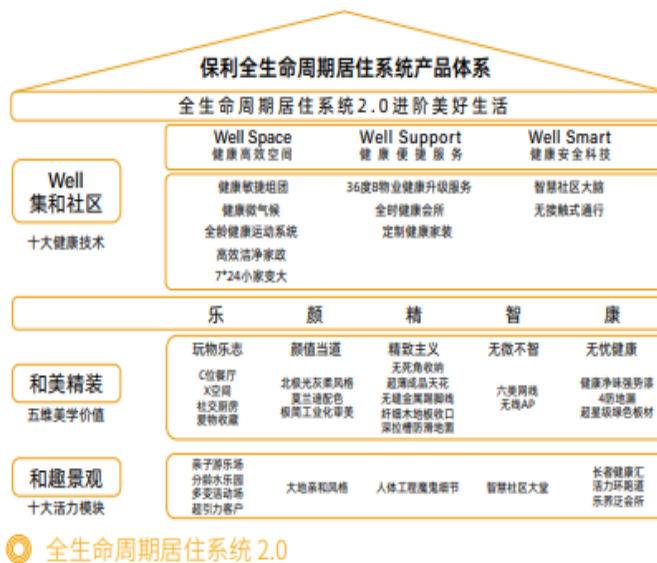
资料来源：Wind，民生证券研究院

公司在不动产开发方面，形成“尊居、善居、品居、安居”系列，代表品牌有“天字”系、“和光”系等。尊居：品牌定位更契合高端人群的诉求，打造满足顶层人士心灵追求的居住空间，代表项目包括保利海德公园、保利“天”字系列；善居：品牌定位为中高端改善型产品系列，更迭老城区生活居住环境，营造成熟、舒适、有品位、有品质的人居氛围与归属感，代表项目包括保利中航城、保利茉莉公馆；康居：品牌定位是实现“居者有其屋”，将城市边缘转化为主流人群聚集的居住群落，简约温馨，代表项目包括保利花园、保利百合花园、保利春天里逸居；品牌定位秉承“自然和美”理念，为智富阶层创造新居住环境，代表项目包括保利东郡、大都会、保利中央公馆。

保利发展逐渐从“全生命周期居住系统 1.0”到“全生命周期居住系统 2.0——Well 集和社区”，再到以“乐、颜、精、智、康”为核心价值的五维度美学价值新产品体系——和美精装、和趣景观两大体系转化，满足人们对美好生活的更高

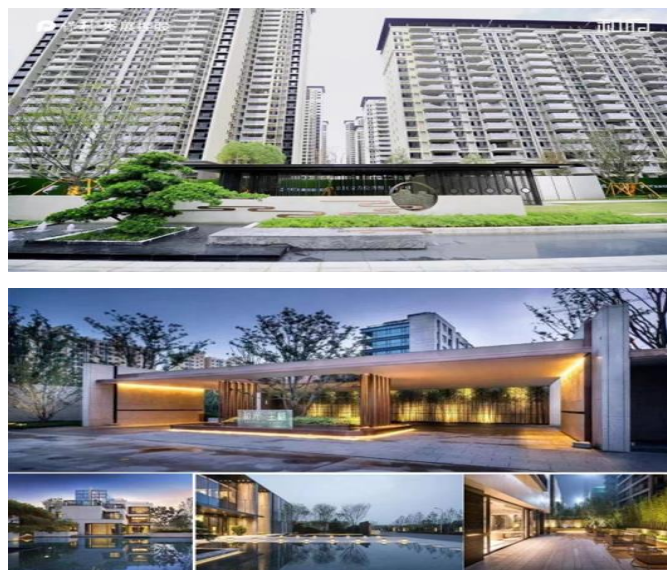
期待。

图7：公司全生命周期居住系统 2.0



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图8：和府-保利天宇系以及尘樾-保利和光系产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

综合服务翼将物业管理板块推向资本市场，并在资产经营、大健康、会展、产业金融等领域有所突破。综合服务翼重在产业链的延伸与创新，围绕居民生活需要，结合拉动内需、消费升级的国家战略导向，在社区增值服务、社会服务（社会基层治理）、房屋租赁服务、房屋经纪服务、大健康、休闲服务、会展、金服等方面，满足居民各类服务需求，形成精品服务体系，为人民美好生活提供一站式综合解决方案。

不动产金融翼则是以产业金融服务为基础，实施产业资本运作。保利发展围绕行业未来重点发展的板块，如绿色建筑、建筑科技等板块用资本赋能产业，用产业推动发展。

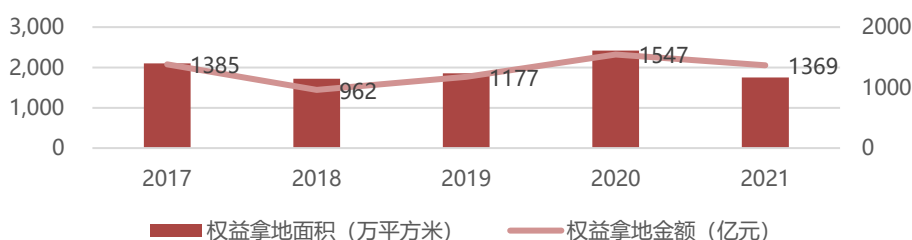
## 2 深耕房地产开发主业，持续稳健经营

### 2.1 土地拓展穿越周期，优质土储助力发展

#### 2.1.1 公司拿地地位列前列，央企优势凸显

保利发展一直保持大规模的拿地节奏，2017年以来权益拿地面积始终维持在1700万㎡以上，在2018-2020年拿地面积同比平均增速达到了20%，即使受到2021年“房住不炒”主旋律加剧、“三道红线”、“房贷集中管理制度”政策颁布、融资端监管加剧、预售资金监管加强等因素影响，依旧获取了1751万㎡的权益土地，权益拿地金额达到1369亿元，位列房企拿地前茅。

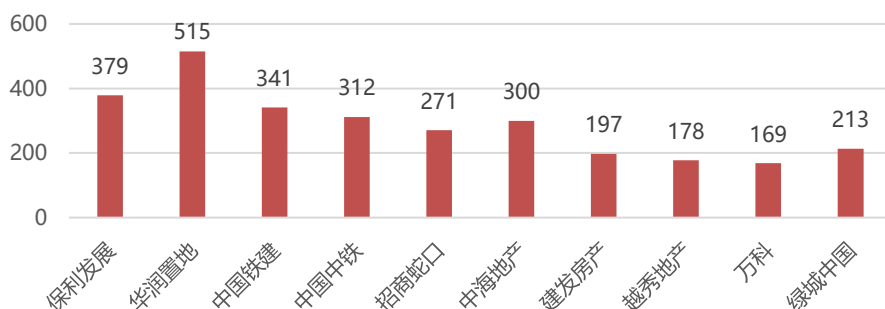
图9：2017-2021年企业拿地面积及金额变化



资料来源：中指数据库，民生证券研究院

2022年1-9月保利发展权益拿地金额及面积均位列前三，投资策略相对灵活。2022年1-9月，TOP30企业权益拿地总金额7274亿元，华润置地784亿元、中海631亿元及保利发展530亿元分别位列前三。从拿地面积来看，保利发展以379万㎡排名第二，虽然同比数据仍处于低位，但降幅已从1-2月份的90.7%收窄至1-9月份的72.54%。

图10：房企2022年1-9月权益拿地面积TOP10 (万㎡)



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

表1：保利发展2022年累计权益拿地面积

	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月
权益拿地面积 (万平方米)	19	36	74	112	208	306	338	379
排名	84	46	16	8	3	1	2	2
同比	-90.70%	-91.70%	-87%	-85.10%	-78.50%	-72.70%	-72.92%	-72.54%

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

表2：房企 2022 年 1-9 月权益拿地金额 TOP30

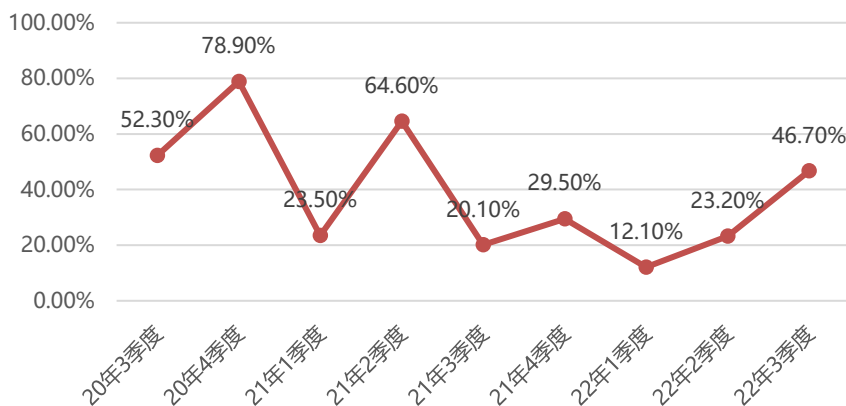
企业	权益拿地金额 (亿元)	国有企业	民企	混合所有制企业
华润置地	784	√		
中海地产	631	√		
保利发展	530	√		
建发房产	518	√		
招商蛇口	496	√		
绿城中国	447			√
滨江集团	361		√	
万科	313			√
越秀地产	304	√		
中国铁建	270	√		
华发股份	252	√		
上海地产集团	174	√		
龙湖集团	173		√	
中国中铁	166	√		
广州地铁	165	√		
武汉城建集团	153	√		
厦门国贸	151	√		
中建玖合发展集团	131	√		
中国金茂	128	√		
厦门轨道交通	125	√		
中建东孚	121	√		
之江城投	121	√		
无锡太湖新城建设管理	113	√		
象屿地产	107	√		
保利置业	106	√		
深圳地铁	98	√		
伟星房产	93		√	
大华集团	85		√	
颐居建设	80	√		
首开股份	78	√		
总计	7274	5802	712	760

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

公司拿地意愿度在 22 年 1 季度之后逐渐上扬，逆势拿地有望进一步提升市场份额。2020 年 3 季度至 2021 年 3 季度保利发展的投资意愿度波动下下降，这也一定程度代表了土拍市场上，各家房企的拓展意愿度，从 2021 年 3 季度（即第二次两集中）开始，保利发展下调拿地强度，使得投销比维持在 30% 以下。22 年 1 季度由于北京、深圳及上海相继疫情，公司拓展意愿进一步下探，至疫情平稳后

的 2 季度拿地力度才逐渐加大。

**图11：保利发展 20 年 3 季度至今的投资意愿度（投资销售比，%）**



资料来源：中指数据库，民生证券研究院

在上海 7 月份的第二次土拍中，保利报名了 12 宗土地，最终获取了嘉定、杨浦、闵行、普陀的 5 宗地块，成为最大赢家，3 季度公司又在上海和广州分别获取 2 宗和 1 宗地块，拿地意愿度持续上扬。

**表3：保利发展 2022 上海二、三批次拿地数据**

地块位置	建面 (m <sup>2</sup> )	成交总价 (万元)	溢价率	竞得企业
嘉定区嘉定新城	183803	474290	9.81%	保利发展&越秀
杨浦区江浦社区	44974.6	276355	7.80%	保利发展&上海建工
普陀区中山北社区	51852	342000	1.18%	保利发展&招商蛇口&新世界中国
闵行区吴泾镇	61795.3	210500	0.19%	保利发展&联发
宝山顾村	79284.8	190284	0.00%	保利发展&中华企业
徐汇龙华	49321.5	360140	9.13%	保利发展&西岸开发
杨浦区江浦社区	85263.6	477476	0.00%	保利发展&越秀

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

\*：统计时间截至 2022 年 10 月 14 日

## 2.1.2 公司进入城市数量显著减少，一二线城市占比增加

保利发展坚持“核心城市+城市群”的战略，21 年下半年至今重回一二线城市。通过对 2022 年 1-9 月与 2021 年 1-9 月的拿地城市进行分析我们发现，保利发展进入城市数量已经从 2021 年的 55 座缩减为 2022 年的 25 座，其中一二线的拿地面积占比从 2021 年 1-9 月的 40.5% 提升到 2022 年 1-9 月的 76.4%。从拿地城市看，2022 年 1-3 月合计拿地 14 宗，分布在北京、广州、佛山、福州、南京、合肥、厦门及三亚等城市；2022 年 4 月拿地 7 宗，分布于东莞、济宁、成都、莆田、赣州等；2022 年 5 月拿地 4 宗分布于佛山、南昌、厦门和福州；6 月份拿地 12 宗，分布于南京、合肥、芜湖、温州、石家庄、郑州、厦门、重庆及泉州；7 月份拿地 15 宗，分别位于上海、佛山、南京、广州及成都；8 月拿地 3 宗，分别位于西安、太原及东莞；9 月拿地 3 宗，分别位于上海和广州。

**表4：保利发展 2021-2022 年 1-9 月进入城市情况**

时间	企业名称	拿地城市数量 (座)	拿地规划 建筑面积 (万㎡)	一二线城市 拿地面积 (万㎡)	三四线城市 拿地面积 (万㎡)	拿地金额 (亿元)	一二线城市拿 地金额 (亿元)	三四线城市 拿地金额 (亿元)
2022年1-9月	保利发展	25	611	467	144	938	762	176
2021年1-9月	保利发展	55	1934	1033	901	1565	989	576

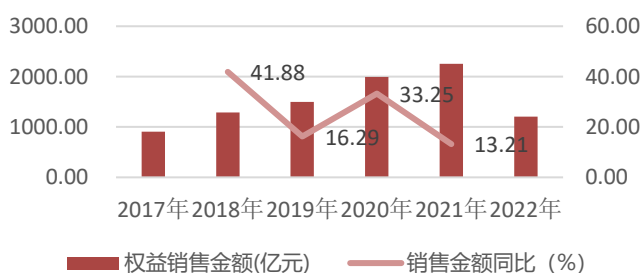
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2.2 住宅销售量价平稳上升, 销管理费率优于行业平均

### 2.2.1 住宅开发核心增效, 销售规模稳步提升

2017年至今, 保利发展始终坚持以住宅开发业务为核心, 权益销售面积逐年上升, 截至2021年末已达到1159.25万㎡, 较2020年仍有1.57%的同比增幅; 权益销售金额已由2017年的906.45亿元提高至2021年的2256.08亿元, 尤其21年录得13.21%的权益销售金额同比增幅, 是为数不多在市场趋冷大环境下仍保持销售金额增长的房企之一。

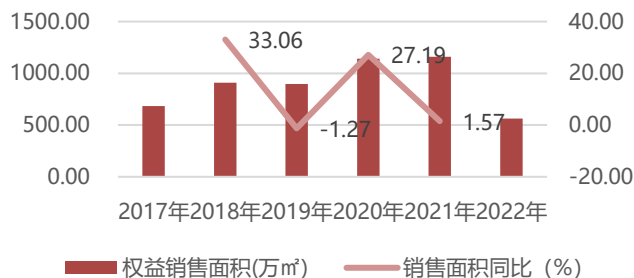
图12: 保利发展近年来权益销售金额及同比



资料来源: 中指数据库, 民生证券研究院

\*数据截至2022年10月14日

图13: 保利发展近年来权益销售面积及同比

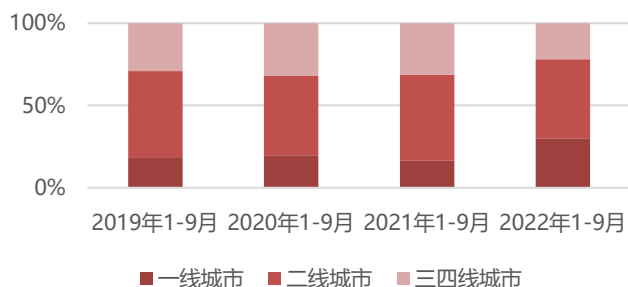


资料来源: 中指数据库, 民生证券研究院

\*数据截至2022年10月14日

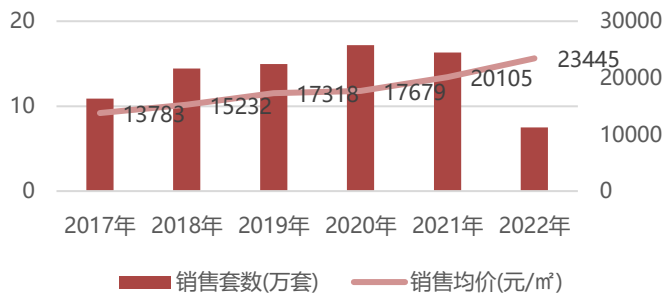
截至2022年9月, 公司今年销售均价已经达到23445元/㎡的历史高位, 主要因为一二线城市拓展比例的提升及这些城市需求尚未被满足。

图14: 保利发展2019-2022年1-9月销售城市分布



资料来源: 中指数据库, 民生证券研究院

图15: 保利发展近年来销售套数及均价



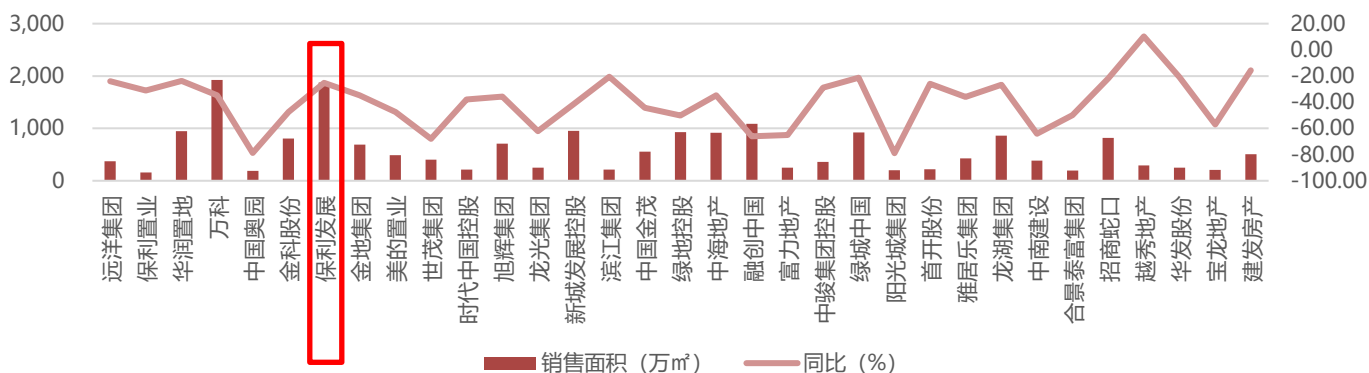
资料来源: 中指数据库, 民生证券研究院

\*数据截至2022年10月14日

通过对保利发展2022年全口径销售情况进行分析, 1-9月累计销售面积达1876万平, 同比降幅已收缩至-25.2%。1-9月累计销售金额达3201亿元, 降幅

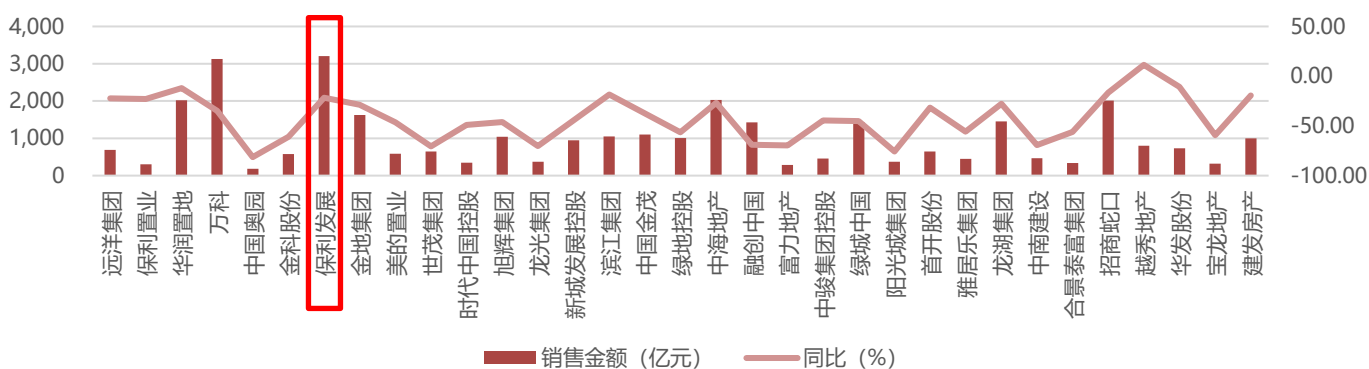
收窄至-21.77%，仅次于越秀(11.42%)、华发(-10.76%)、华润置地(-12.13%)、招商蛇口(-16.45%)和滨江集团(-18.34%)。

图16: 重点关注房企 2022 年 1-9 月全口径累计销售面积及同比



资料来源: 中指研究院, 亿翰智库, 民生证券研究院

图17: 重点关注房企 2022 年 1-9 月全口径累计销售金额及同比



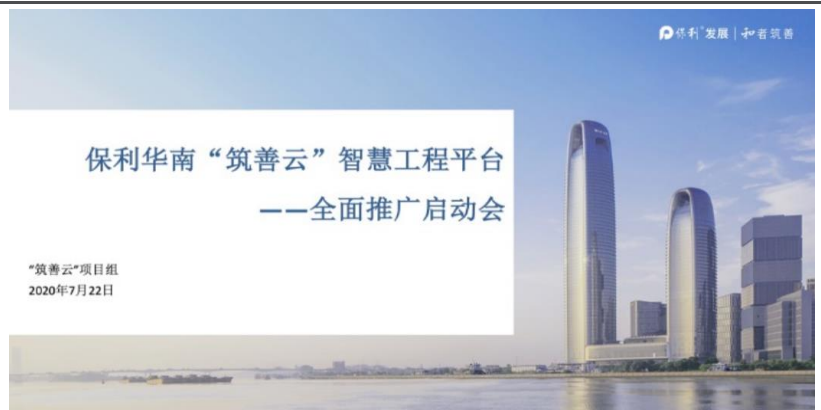
资料来源: 中指研究院, 亿翰智库, 民生证券研究院

## 2.2.2 公司实施精益管理，销管费率优于行业平均

降本增效已成为行业内达成共识的一项重要工作，各房企逐渐重视对销管费用的控制，管理走向精细化。按照 2022H1 的销管费水平，整体央企销管费率为 3.52%，民营企业销管费率为 6.43%，相差 2.92pcts，央企在费用控制方面具备优势。

保利发展通过设计产品标准化，保利发展形成“设计-材料-施工”一体化的成熟、稳定、可靠的建造体系，并持续迭代建造体系与工艺标准。保利发展开发“筑善云”应用，将建造过程的透明化、在线化、可视化、标准化，让每一批材料进场、每一道关键工序验收有迹可循。

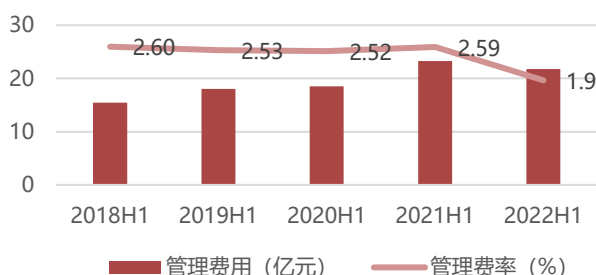
图18: 保利发展开发“筑善云APP”



资料来源: 中国经营网, 民生证券研究院

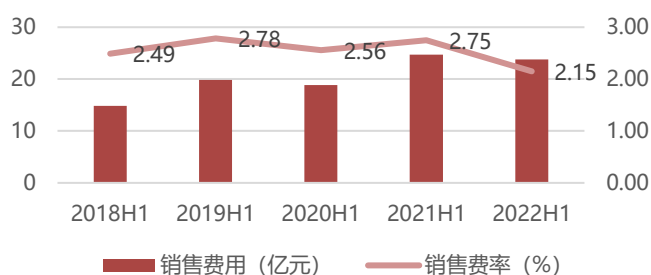
2022H1 公司的管理费费用为 21.76 亿元, 管理费率为 1.96%; 与此同时, 保利发展通过采取灵活的销售策略, 使得 2022H1 销售费用仅 23.81 亿元, 销售费率为 2.15%。两费不仅远低于行业平均水平, 同时也创下近五年来新低。

图19: 2018H1-2022H1 公司管理费用及费率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图20: 2018H1-2022H1 公司销售费用及费率

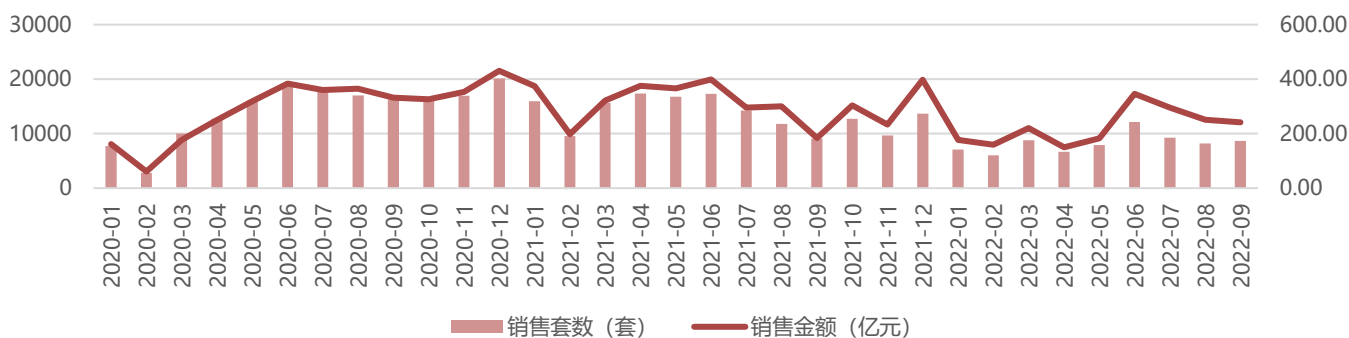


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 2.2.3 丰富土储支撑公司灵活销售节奏

截至 2022 年上半年, 保利发展的总土储货值为 2.6 万亿元, 排名第一位; 碧桂园以 1.99 万亿元的总土储货值排名第二; 第三位为绿地, 总土储货值为 1.95 万亿元; 第四位为万科, 总土储货值 1.56 万亿元。

图21: 保利发展 2020.01-2022.09 销售情况



资料来源: 中指研究院, 民生证券研究院

2022 年 1 月以来保利发展的销售及推盘节奏变动较大, 月销售金额最低为

4月的149.31亿元，最高为6月的346.11亿元，这也得益于保利拥有敏锐的市场观察力和快速的销售推盘策略响应，在市场下行的阶段减缓销售及推盘，在市场上行阶段率先采取一定的销售策略，快速去化存量以实现现金快速回流。

**按照公司近三年销售金额最多的2020年12月进行测算，月均销售金额430.48亿元，按照2.6万亿的总土储，去化周期也长达60个月，因此丰沛的优质土储也支撑了公司能采取灵活的推盘节奏以实现长期稳定的发展。**

### 3 “两翼”业务多点开花，战略价值逐渐显现

#### 3.1 综合服务翼业务绑定产业链

##### 3.1.1 物业服务高速增长

保利物业致力于全业态管理，推出了“亲情和院、四时雅集、东方礼遇、星云企服、镇兴中国”等系列物业服务品牌。截至2021年末，保利物业已经进驻全国29个省、自治区与直辖市的196个城市，在管项目总面积约4.7亿平米，在管项目总数1786个。

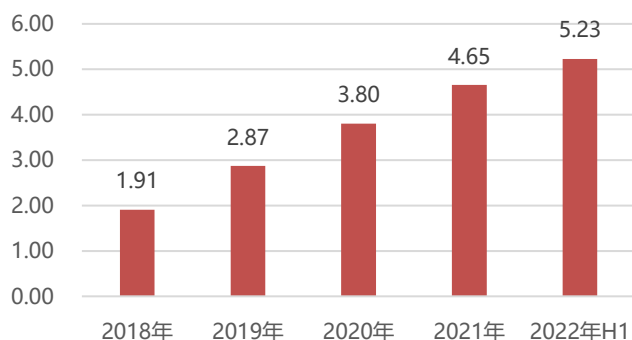
图22：公司物业服务品牌



资料来源：公司官网，民生证券研究院

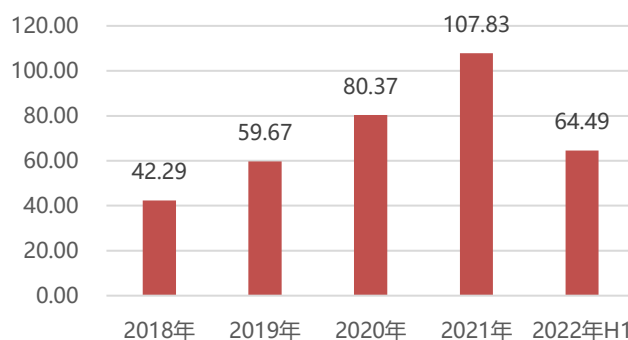
2019年保利物业(6049.HK)作为保利发展综合服务板块唯一上市平台，在管面积在2019-2021年分别达到了2.87亿平/3.80亿平/4.65亿平，2022H1达到了5.23亿 $m^2$ ，同比增幅为22.1%；2019-2021年物业服务营收分别为59.67亿元/80.37亿元/107.83亿元，2022H1已达到了64.495亿元，同比增幅达到了25.2%。

图23：保利物业在管面积（亿平）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图24：保利物业营业收入（亿元）

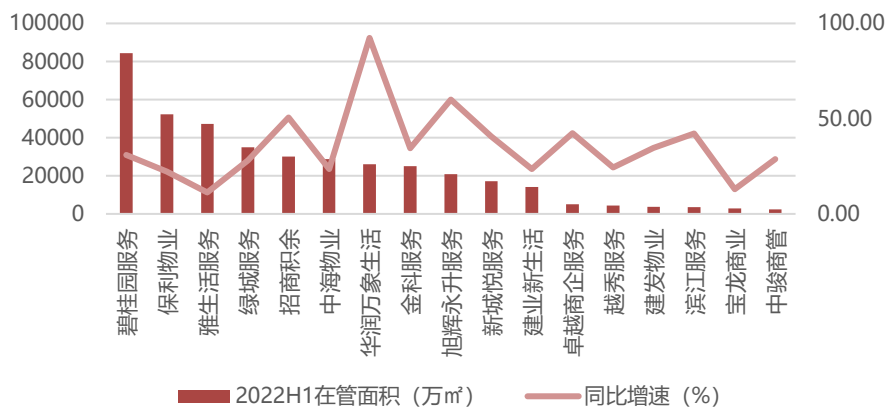


资料来源：Wind，民生证券研究院

2022H1 物业公司在管面积达到了5.23亿 $m^2$ ，实现了22.15%的同比增幅，

公司规模位列物业管理行业前二，仅次于碧桂园服务。

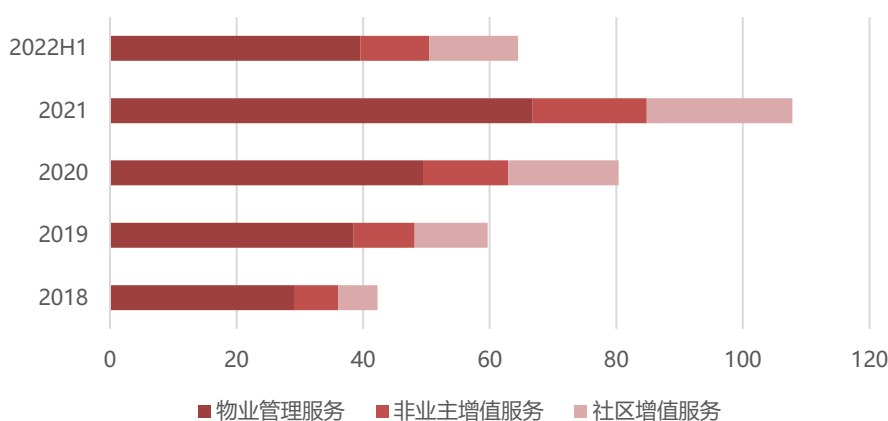
图25：2022H1 物业公司在管面积及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

根据主营业务拆分，物业管理服务营收增速从 2019 年-2021 年逐年提升，2021 年营收已达到了 66.70 亿元，同比增幅达到了 34.8%，2022H1 为 39.55 亿元，同比增幅为 20.23%。近年来保利发展的全国化布局与对一二线核心城市的深耕为保利物业提供了量大质优的项目支持，公司充分利用母公司优势，提升由合约向在管面积的转化速度，已形成以中心城市为核心，以都市圈和城市群为延伸的布局体系。

图26：保利物业营业收入拆分（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 3.1.2 商业品牌持续运营，尝试多项创新业务

公司旗下保利酒店运营 20 家酒店及会议中心，储备中的拟建、在建项目共 61 家，面积达 220 万平方米，包括北京、广州、杭州、长沙、武汉等一线、新一线城市，打造了包括“诺雅、雅途、郡雅、悦雅”的民族酒店产品品牌体系。

在消费服务领域形成了“时光里”、“保利广场”、“若比邻”三大产品体系，以及“和熹会”养老品牌等多个服务行业标杆；在产业运营服务领域，打造了国际级

赛事综合运营服务品牌, 高质量承担武汉军运会、西安全运会服务; 同时, 福祉展、老博会等大型品牌展会也成为会展行业标杆。

图27: 保利发展酒店品牌系列



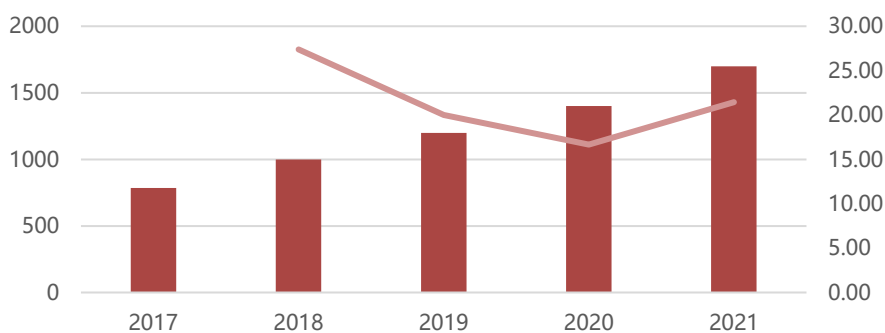
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

### 3.2 不动产金融翼规模持续增长

公司以产融结合为经营理念, 资本赋能产业, 是国内较早设立不动产私募基金的公司之一, 旗下拥有信保基金 (40%直接持股)、保利资本 (45%直接持股) 及太平保利 (49%直接持股) 三大业务板块。截至 2021 年, 累计基金管理规模已超 1700 亿元。

具体来看保利资本截至 2022 年 3 月, 累计管理规模已超过 400 亿元, 累计投资项目超过 130 个, 覆盖城市超 40 个, 荣获“观点 2021 年度影响力房地产基金品牌”、“2022 中国房地产最具期待智慧价值空间创孵机构”; 信保基金累计管理基金规模近 1200 亿元, 累计投资项目超过 200 个, 连续多年获评中诚信国际 AA+ 主体信用等级, 连续十年获得“房地产基金十强”。

图28: 2017-2021 公司基金管理规模 (亿元) 及同比增幅 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 4 长期稳健经营，负债结构不断优化

### 4.1 规模净利润水平承压，已售未结规模保证收入

2014-2020年，公司归母净利润水平维持高速增长，2017-2020年年增长率均达到20%以上。2020年至今，由于疫情的原因，公司归母净利润水平增长放缓，且由于21年上半年土拍市场火热，土地成本陡升，公司2021年归母净利润同比首次出现负增长。2022H1由于21年获取的核心城市的核心地块项目相继入市，各目利润率回归理性，归母净利润达到108.26亿元，同比上升5.11%，未来或将在政策利好和行业出清的背景下，保持稳定增长。

图29：公司历年营业收入变化



图30：公司历年归母净利润变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

近年来新房限价、优质项目竞争激烈及销售市场乏力持续压缩行业利润空间，公司2022H1毛利率25.5%、净利率13.5%，仍处于行业较高水平。净利率同比下降17.2pcts，低于毛利率的21.5pcts，这与公司精益建造及精细管理密不可分，我们认为随着民营企业在土地市场上竞争力的下降，预计行业整体的利润率水平将会较之前有明显改善。

图31：典型开发商毛利率水平及同比数据

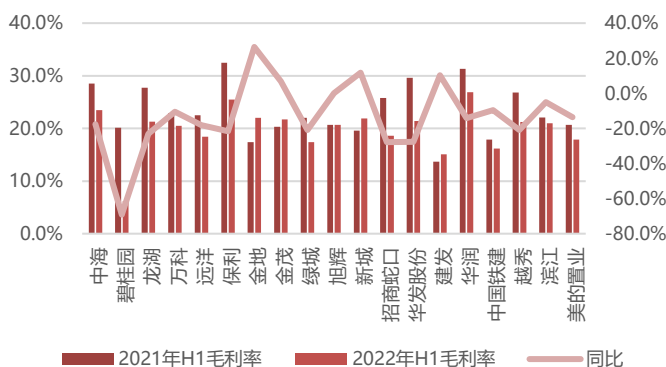
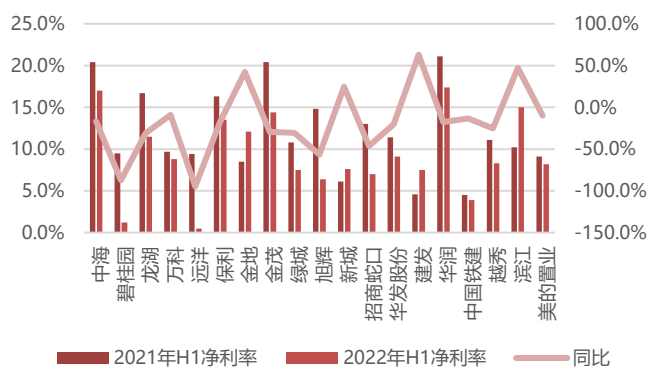


图32：典型开发商净利率水平及同比数据



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

公司 2022H1 的合同负债及预收账款为 4352.30 亿元,同比 4.40%的增幅,是 2021 年营收的 1.5 倍,公司可结算项目仍有较大体量,叠加 2021-2022 年公司在二线城市布局强度加大,未来业绩增长空间仍存。

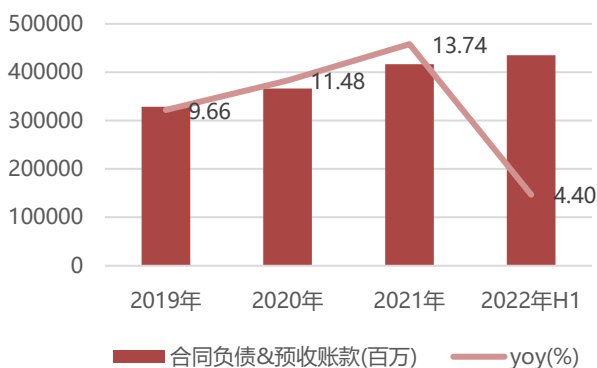
公司 2022H1 销售回款率 94.90%,同比上升 6 个百分点,创近四年来新高,现金回流处行业领先地位。央企龙头中海 2022H1 销售回款率 88%,民企龙头碧桂园 92%,均低于保利发展。

表5: 2019-2022H1 龙头企业销售回款率

	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 H1	2022H1
保利	93.00%	93.60%	93.80%	89.60%	94.90%
中海	90.50%	95.00%	102.50%	86.70%	88.00%
碧桂园	96.00%	91.00%	90.00%	90.00%	92.00%

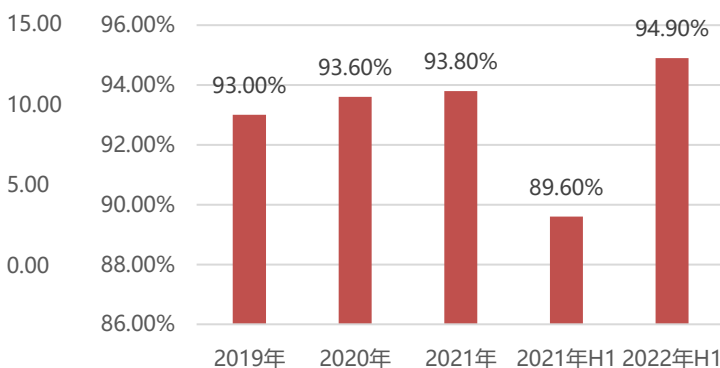
资料来源: 相关公司财报, 民生证券研究院

图33: 2019-2022H1 公司已售未结金额



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图34: 2019-2022H1 公司销售回款率



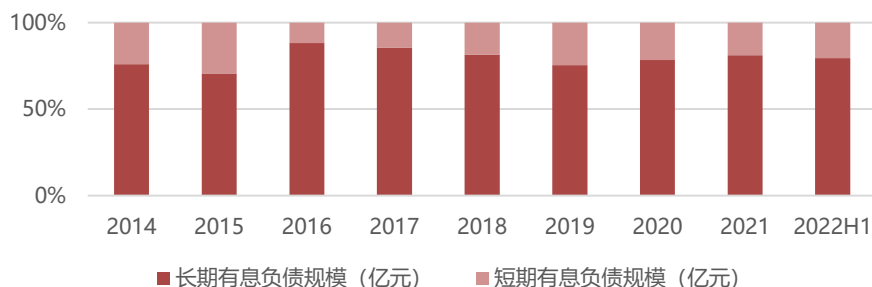
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 4.2 债务结构逐渐合理, 海外债占比收缩减少外债风险

公司短期负债占总利息负债比例逐渐平稳, 未来财务优势有望持续保持。

2022H1 公司的短期有息负债占总利息负债 20.6%, 2022 年短期有息负债占比将有望较 2021 年下降, 偿债压力进一步减少, 负债结构进一步优化。

图35: 保利发展 2014-2022H1 有息负债

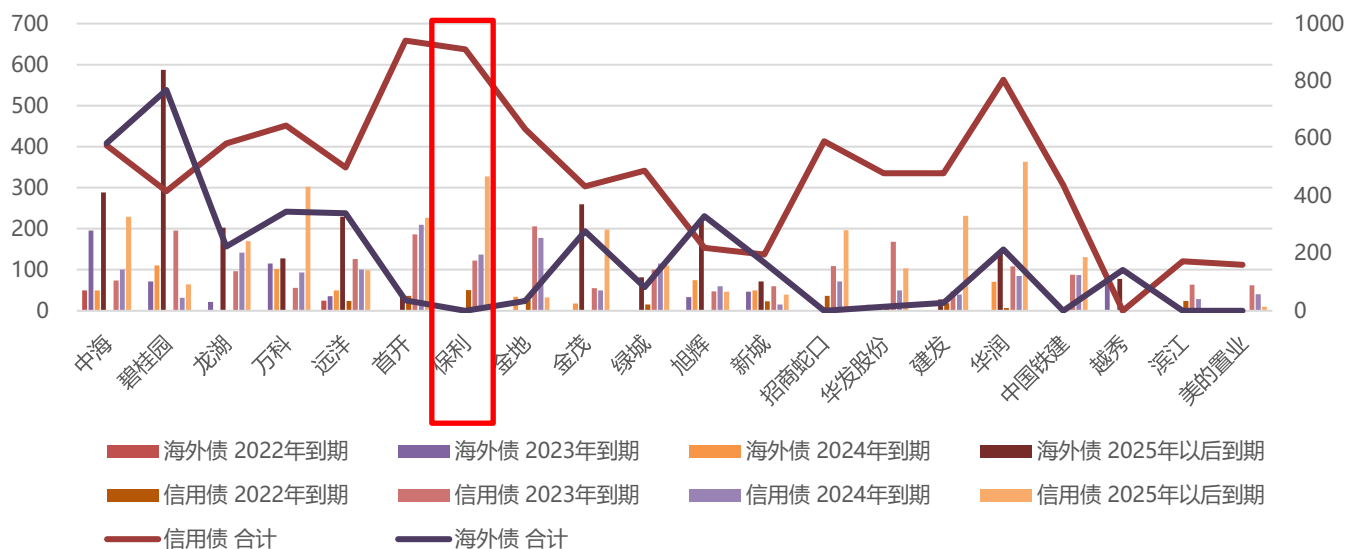


资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司 2022 年后无海外债偿还压力, 信用债大多于 2025 年后偿还。从债券结构来看, 保利发展未来四年内偿还海外债金额为 0, 相比同为央企的中海 (583 亿

元)、金茂 (277 亿元) 及华润 (214 亿元) 压力较少, 极大地避免了汇兑风险; 公司 2022 年-2025 年应偿还的信用债金额虽然为 637 亿元, 但超 50% 在 2025 年后偿还, 2022 年仅剩 51 亿元信用债需偿还, 偿还压力不大。

图36: 20 家典型开发商到期债券余额 (亿元)



资料来源: 中指研究院, 民生证券研究院

\*截至 2020 年 10 月 1 日

### 4.3 三道红线表现维持绿档, 发债成本进一步降低

保利发展作为头部央企, 在规模扩张方面一直实行稳健的经营策略。截至 2022H1, 公司剔除预后资产负债率为 67%, 净负债率为 64%, 现金短债比为 1.4, 均处于绿档, 且 2017 年-2022H1 年始终优于行业平均水平。公司净负债结构逐渐优化, 也体现公司降杠杆重回开发本质的决心

表6: 保利发展近年来三道红线持续绿档

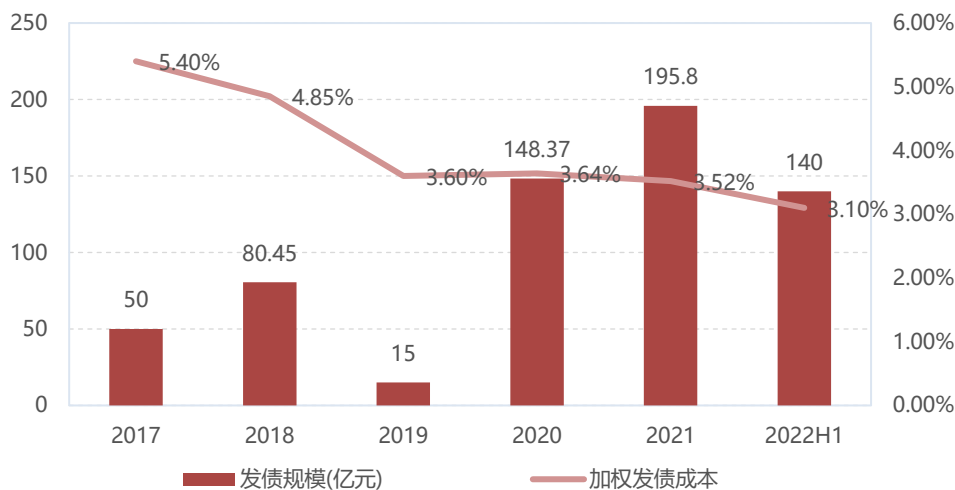
三道红线指标	2017	行业加权平均	2018	行业加权平均	2019	行业加权平均	2020	行业加权平均	2021	行业加权平均	2022H1	行业加权平均
剔除预后资产负债率 (小于 70%)	66%	72%	66%	73%	67%	72%	70%	71%	69%	70%	67%	69%
净负债率 (小于 100%)	86%	82%	81%	79%	57%	73%	57%	63%	55%	61%	64%	67%
现金短债比 (不小于 1 倍)	2.3	1.4	2.3	1.3	2.1	1.3	2.1	1.5	1.9	1.3	1.4	1.1

资料来源: Wind, 克而瑞, 民生证券研究院

保利发展 2020-2022 年的低息发债规模逐渐扩大, 2022H1 公司发债 140 亿元, 位于主流房企的首位, 已经接近 2021 年的 195.8 亿元水平, 加权融资成本从

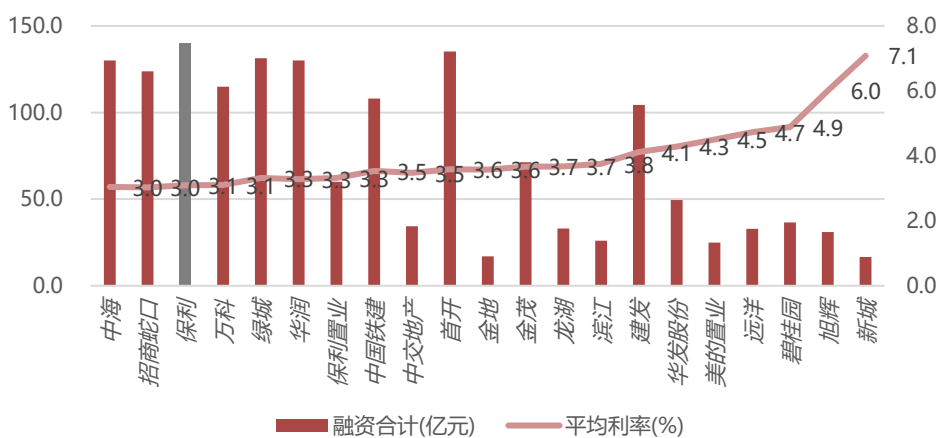
2017年开始逐渐降低,2022年的加权发债成本已降到了3.1%,仅次于中海和华润的3.0%。2022年6月中诚信国际维持保利发展控股集团股份有限公司的主体信用等级为AAA,评级展望为稳定。

图37: 公司发债规模及发债成本



资料来源: 中指研究院, 民生证券研究院

图38: 2022H1 主流开发商发债规模及成本



资料来源: 中指研究院, 民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司经营的主要指标做出以下假设，并给予盈利预测：

#### 公司营业收入：

1) 公司 2022 年 1-9 月销售面积同比减少 25.20%；预计下半年政府持续因城施策政策实施及金融端利好叠加，假设 2022 年-2024 年签约面积同比增幅分别为 0%、2%和 4%；

2) 公司 2022 年 1-9 月签约金额同比减少 21.77%；下半年将入市 2021 年下半年及 22 年上半年获取的高能级城市如广州、上海及北京项目，因此拿地价格及限价将有所抬升，导致销售单价提升，假设 2022 年-2024 年签约金额同比增幅为 5%、5%和 8%；

3) 2019 年-2021 年，“结算面积/上年销售面积”分别为 0.57、0.66 和 0.64，2022 年由于市场销售下滑及“保交付”压力的加大，预测公司将减缓项目结算速度以减少现金流压力，因此设置 2022 年“结算面积/上年销售面积”指标为 0.61，在 2022 年下半年利好政策不断释放的情况下，2023 及 2024 年结算预计恢复至 0.67 和 0.70。

**表7：公司营业收入拆分及预测**

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产签约面积 (万㎡)	3123.12	3409.19	3333.02	3333.02	3399.68	3535.67
YOY (%)	0.23	9.16	-2.23	0.00	2.00	4.00
商品房签约金额 (亿元)	4618.48	5028.48	5349.29	5616.75	5897.59	6369.39
YOY (%)	139.67	8.88	6.38	5.00	5.00	8.00
结算面积/上年销售面积	0.57	0.66	0.64	0.61	0.67	0.70
房地产结算面积 (万㎡)	1766.13	2069.15	2198.48	2033.14	2233.12	2379.78
YOY (%)	16.29	17.16	6.25	-7.52	9.84	6.57
结算价格/销售价格	1.94	0.86	0.74	0.74	0.78	0.78
单位结算价格(元/㎡)	12667.88	10940.53	11861.25	13129.95	13516.13	14035.98
YOY (%)	5.42	-13.64	8.42	10.70	2.94	3.85
<b>房地产销售收入(亿元)</b>	<b>2237.31</b>	<b>2263.76</b>	<b>2607.67</b>	<b>2669.51</b>	<b>3018.31</b>	<b>3340.25</b>
YOY (%)	23.00	1.18	15.19	2.37	13.07	10.67
<b>其他主营业务收入 (亿元)</b>	<b>113.06</b>	<b>154.32</b>	<b>230.89</b>	<b>300.15</b>	<b>390.20</b>	<b>507.26</b>
YOY (%)	0.49	36.49	49.62	30.00	30.00	30.00
<b>其他业务收入 (亿元)</b>	<b>9.43</b>	<b>14.00</b>	<b>11.68</b>	<b>12.26</b>	<b>12.88</b>	<b>13.52</b>
YOY (%)	16.93	48.41	-16.56	5.00	5.00	5.00
<b>总营业收入 (亿元)</b>	<b>2359.81</b>	<b>2432.08</b>	<b>2850.24</b>	<b>2981.92</b>	<b>3421.40</b>	<b>3861.03</b>

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

4) 近两年的综合服务翼业务同比营业收入增幅均超过 30%，发展势头良好。

因此按照保守测算,假设综合酒店、写字楼、购物中心、展馆、公寓的租金、管理费及其他主营业务收入 2022 年-2024 年同比增幅为 30%;

5) 其他业务收入 2022 年-2024 年保持 5%的稳定同比增幅;

#### 公司营业成本:

6) 公司在 2021 年下半年至 2022 年上半年逐渐减少三四线城市拓展,增加一二线城市土储,因此在 2022 年末结算的项目中一二线城市项目占比将大幅上升,因此结算成本将较 2021 年有所上升,设置 2022 年-2024 年单方结算成本同比增幅分别为 11.56%、4.4%和 6.02%。

7) 基于材料、人工费用增加,假设 2022 年-2024 年主营业务其他成本涨幅 20%、20%和 20%;

8) 其他业务成本 2022 年-2024 年保持与 2021 年成本相同。

**表8: 公司营业成本拆分及预测**

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务成本: 房地产 (亿元)</b>	<b>1445.83</b>	<b>1505.96</b>	<b>1900.10</b>	<b>1960.32</b>	<b>2247.92</b>	<b>2539.83</b>
结算面积 (万平)	1766.13	2069.15	2198.48	2033.14	2233.12	2379.78
单方结算成本 (元/㎡)	8186.43	7278.15	8642.81	9641.82	10066.24	10672.58
YOY (%)	34.47	-11.09	18.75	11.56	4.40	6.02
<b>主营业务成本: 其他成本 (亿元)</b>	<b>87.59</b>	<b>88.68</b>	<b>184.91</b>	<b>221.89</b>	<b>266.27</b>	<b>319.52</b>
YOY (%)	3.93	1.24	108.52	20.00	20.00	20.00
<b>其他业务成本 (亿元)</b>	<b>1.08</b>	<b>1.35</b>	<b>1.30</b>	<b>1.30</b>	<b>1.30</b>	<b>1.30</b>
YOY (%)	73.19	25.60	-4.17	0.00	0.00	0.00
<b>总成本 (亿元)</b>	<b>1534.50</b>	<b>1595.99</b>	<b>2086.31</b>	<b>2183.50</b>	<b>2515.48</b>	<b>2860.65</b>

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

#### 公司费用:

**表9: 公司费用及预测**

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>销售费用 (亿元)</b>	<b>66.81</b>	<b>68.77</b>	<b>73.84</b>	<b>77.28</b>	<b>88.67</b>	<b>100.06</b>
销售费用/营业收入	2.8%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
<b>管理费用 (亿元)</b>	<b>42.33</b>	<b>43.23</b>	<b>54.34</b>	<b>56.87</b>	<b>65.25</b>	<b>73.63</b>
管理费用/营业收入	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
<b>研发费用 (亿元)</b>	<b>0.56</b>	<b>12.64</b>	<b>14.36</b>	<b>15.03</b>	<b>17.24</b>	<b>1,945.58</b>
研发费用/营业收入	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	<b>0.5%</b>
<b>所得税费用 (亿元)</b>	<b>129.77</b>	<b>124.90</b>	<b>128.45</b>	<b>130.55</b>	<b>148.04</b>	<b>160.22</b>
所得税税率	25.7%	23.8%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

9) 2019-2021 年销售费用与营收比例逐年下降,主要原因可能是这三年土地市场竞争激烈,拿地价格偏贵,公司通过减少销售费用比例实现减支,假设 2022-2024 年销售费用占营收比例均为 2.6%;

10) 2019-2021 年管理费用与营收比例稳定在 1.8%-1.9%之间,假设 2022-

2024 年管理费用占营收比例均为 1.9%;

11) 2020-2021 年公司研发费用与营收比例稳定在 0.5%，假设 2022-2024 年研发费用占营收比例均为 0.5%;

12) 2019-2021 年公司所得税税率分别为 25.7%、23.8%和 25.7%，由于所得税税率表现较为稳定，设置 2022-2024 年所得税税率均为 25.7%。

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入达 2981.92 亿元/3421.40 亿元/3861.03 亿元，归母净利达到 277.65 亿元/314.84 亿元/340.75 亿元，持续稳定增长。

## 5.2 估值分析

我们选择传统国央企及国资背景混合所有制企业万科 A、招商蛇口、建发股份、金地集团进行估值比较，公司对应 2022/2023 年盈利预测的 PE 估值为 6.7/5.9 倍，均略低于可比公司均值水平。

**表10：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	15.07	1.94	2.14	2.34	2.58	10.2	7.0	6.4	5.8
001979.SZ	招商蛇口	13.98	1.31	1.31	1.46	1.63	10.2	10.7	9.6	8.6
600153.SH	建发股份	12.90	2.13	2.18	2.50	2.80	4.3	5.9	5.2	4.6
600383.SH	金地集团	8.35	2.08	2.17	2.33	2.50	6.2	3.8	3.6	3.3
平均值							7.7	6.9	6.2	5.6
<b>600048.SH</b>	<b>保利发展</b>	<b>15.49</b>	<b>2.29</b>	<b>2.32</b>	<b>2.63</b>	<b>2.85</b>	<b>6.8</b>	<b>6.7</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价取 2022 年 10 月 26 日收盘价

## 5.3 投资建议

**融资端**：公司作为地产行业的央企龙头，拥有较低的融资成本；**销售端**：客户对央企产品交付信心较为充足；**投资端**：目前土拍市场拿地成本普遍较低。

我们预测公司 2022-2024 年营业收入达 2981.92 亿元/3421.40 亿元/3861.03 亿元，同比增长 4.6%/14.7%/12.8%，2022-2024 年 PE 倍数为 6.7/5.9/5.4。

在 2022 年 4 季度天气转凉后，需求端逐渐修复，我们认为公司无论在成本管控还是开发能力方面均具备较大优势。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

**市场回暖速度不及预期：**由于购房者观望情绪较浓，因此销售回暖速度或将不及预期；

**土地拓展不及预期：**虽然政府不断在地价上让利开发商，但由于销售回暖较慢，或造成公司现金回流不及时，导致土地拓展不及预期；

**政策兑现不及预期：**央行、财政部及地方政府虽然出台了放松政策，但由于时间较短，政策效果或不及预期。

**结算收入不及预期：**公司可能优先结算销售较好的项目，导致其他项目结算延后，结算收入不及预期。

**销管费控制不及预期：**公司可能在行业趋冷的情况下，为了实现现金流回流增加销售管理费费用，导致销管费率控制不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	285,024	298,192	342,140	386,103
营业成本	208,631	218,350	251,548	286,065
营业税金及附加	15,685	16,415	18,834	21,254
销售费用	7,384	7,728	8,867	10,006
管理费用	5,434	5,687	6,525	7,363
研发费用	1,436	1,503	1,724	1,946
EBIT	46,594	48,670	54,826	59,676
财务费用	3,386	4,147	3,705	4,236
资产减值损失	95	0	0	0
投资收益	6,211	6,262	6,501	6,950
营业利润	49,670	50,466	57,255	61,977
营业外收支	365	386	408	432
利润总额	50,035	50,852	57,663	62,409
所得税	12,845	13,055	14,804	16,022
净利润	37,189	37,797	42,859	46,386
归属于母公司净利润	27,388	27,765	31,484	34,075
EBITDA	48,700	51,071	57,578	62,689

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	171,384	214,577	170,028	201,234
应收账款及票据	3,194	3,167	3,634	4,101
预付款项	42,686	44,675	51,467	58,529
存货	809,656	888,618	978,625	1,073,724
其他流动资产	220,421	229,668	254,088	278,516
流动资产合计	1,247,342	1,380,705	1,457,840	1,616,104
长期股权投资	95,089	101,443	107,858	114,641
固定资产	11,275	12,433	13,583	14,449
无形资产	404	404	399	394
非流动资产合计	152,591	162,111	169,176	176,698
资产合计	1,399,933	1,542,816	1,627,016	1,792,802
短期借款	4,094	4,094	4,094	4,094
应付账款及票据	139,597	169,617	195,405	222,218
其他流动负债	675,127	749,940	772,710	873,361
流动负债合计	818,817	923,650	972,209	1,099,672
长期借款	231,904	236,694	236,694	236,694
其他长期负债	46,298	48,414	48,234	48,151
非流动负债合计	278,201	285,108	284,928	284,845
负债合计	1,097,019	1,208,758	1,257,137	1,384,518
股本	11,970	11,970	11,970	11,970
少数股东权益	107,354	117,385	128,760	141,071
股东权益合计	302,914	334,058	369,879	408,284
负债和股东权益合计	1,399,933	1,542,816	1,627,016	1,792,802

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	17.19	4.62	14.74	12.85
EBIT 增长率	-5.37	4.46	12.65	8.85
净利润增长率	-5.39	1.38	13.39	8.23
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.78	26.78	26.48	25.91
净利润率	9.61	9.31	9.20	8.83
总资产收益率 ROA	1.96	1.80	1.94	1.90
净资产收益率 ROE	14.00	12.81	13.06	12.75
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.52	1.49	1.50	1.47
速动比率	0.41	0.41	0.37	0.38
现金比率	0.21	0.23	0.17	0.18
资产负债率 (%)	78.36	78.35	77.27	77.23
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	4.07	4.07	4.07	4.07
存货周转天数	1,416.50	1,485.44	1,420.00	1,370.00
总资产周转率	0.21	0.20	0.22	0.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.29	2.32	2.63	2.85
每股净资产	16.34	18.10	20.14	22.32
每股经营现金流	0.88	3.38	3.84	4.07
每股股利	0.58	0.59	0.67	0.72
<b>估值分析</b>				
PE	6.8	6.7	5.9	5.4
PB	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.32	6.53	5.28	4.35
股息收益率 (%)	3.74	3.80	4.30	4.66

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	37,189	37,797	42,859	46,386
折旧和摊销	2,105	2,401	2,752	3,013
营运资金变动	-25,935	964	804	200
经营活动现金流	10,551	40,437	45,969	48,700
资本开支	-135	-4,969	-2,993	-3,320
投资	-18,677	0	0	0
投资活动现金流	-19,987	-4,820	-2,907	-3,153
股权募资	21,338	0	0	0
债务募资	53,263	20,434	-74,293	-83
筹资活动现金流	34,458	7,575	-87,612	-14,340
现金净流量	24,970	43,192	-44,549	31,207

## 插图目录

图 1: 保利发展从 1992 年至今的主要节点.....	3
图 2: 保利发展完成换届后组织架构.....	4
图 3: 保利发展股权结构 (截至 2022H1) .....	4
图 4: 保利发展“一主两翼”业务战略布局.....	5
图 5: 2014-2022H1 公司“一主两翼”业务营收.....	5
图 6: 2014-2022H1 公司“一主两翼”业务占比.....	5
图 7: 公司全生命周期居住系统 2.0 .....	6
图 8: 和府-保利天字系以及尘樾-保利和光系产品 .....	6
图 9: 2017-2021 年企业拿地面积及金额变化 .....	7
图 10: 房企 2022 年 1-9 月权益拿地面积 TOP10 (万㎡) .....	7
图 11: 保利发展 20 年 3 季度至今的投资意愿度 (投资销售比, %) .....	9
图 12: 保利发展近年来权益销售金额及同比.....	10
图 13: 保利发展近年来权益销售面积及同比.....	10
图 14: 保利发展 2019-2022 年 1-9 月销售城市分布 .....	10
图 15: 保利发展近年来销售套数及均价 .....	10
图 16: 重点关注房企 2022 年 1-9 月全口径累计销售面积及同比 .....	11
图 17: 重点关注房企 2022 年 1-9 月全口径累计销售金额及同比 .....	11
图 18: 保利发展开发“筑善云 APP” .....	12
图 19: 2018H1-2022H1 公司管理费用及费率 .....	12
图 20: 2018H1-2022H1 公司销售费用及费率 .....	12
图 21: 保利发展 2020.01-2022.09 销售情况.....	12
图 22: 公司物业服务品牌.....	14
图 23: 保利物业在管面积 (亿平) .....	14
图 24: 保利物业营业收入 (亿元) .....	14
图 25: 2022H1 物业公司在管面积及增速.....	15
图 26: 保利物业营业收入拆分 (亿元) .....	15
图 27: 保利发展酒店品牌系列.....	16
图 28: 2017-2021 公司基金管理规模 (亿元) 及同比增幅 (%) .....	16
图 29: 公司历年营业收入变化.....	17
图 30: 公司历年归母净利润变化.....	17
图 31: 典型开发商毛利率水平及同比数据.....	17
图 32: 典型开发商净利率水平及同比数据.....	17
图 33: 2019-2022H1 公司已售未结金额.....	18
图 34: 2019-2022H1 公司销售回款率.....	18
图 35: 保利发展 2014-2022H1 有息负债.....	18
图 36: 20 家典型开发商到期债券余额 (亿元) .....	19
图 37: 公司发债规模及发债成本.....	20
图 38: 2022H1 主流开发商发债规模及成本.....	20

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 保利发展 2022 年累计权益拿地面积.....	7
表 2: 房企 2022 年 1-9 月权益拿地金额 TOP30 .....	8
表 3: 保利发展 2022 上海二、三批次拿地数据.....	9
表 4: 保利发展 2021-2022 年 1-9 月进入城市情况.....	9
表 5: 2019-2022H1 龙头企业销售回款率 .....	18
表 6: 保利发展近年来三道红线持续绿档 .....	19
表 7: 公司营业收入拆分及预测.....	21
表 8: 公司营业成本拆分及预测.....	22

---

表 9: 公司费用及预测 .....	22
表 10: 可比公司 PE 数据对比 .....	23
公司财务报表数据预测汇总 .....	25

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026