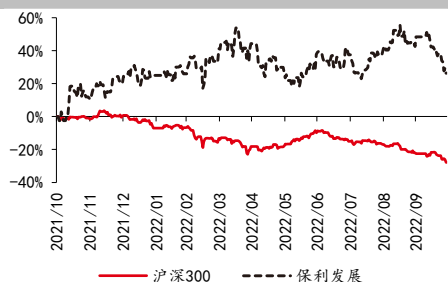


公司投资评级

推荐|维持

相对指数表现



资料来源：中邮证券研究所

基本数据 (2022.10.28)

总市值 (百万元)	183,506.90
流通市值 (百万元)	183,506.90
52周最高/最低 (元)	19.20/11.62
52周最高/最低 PE (倍)	8.39/4.99
52周最高/最低 PB (倍)	1.41/0.89
52周涨幅 (%)	22.75
52周换手率 (%)	188.75

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

保利发展 (600048.SH):
业绩微幅调整，拿地强度回升、能级提高
● 事件
保利发展(600048)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 1564.37 亿元，同比增长 12.99%，归母净利润 130.94 亿元，同比下降 3.61%；归母净利润率 8.37%，同比下降 1.44 个百分点，EPS 1.09 元。其中第三季度单季实现营业收入 456.53 亿元，同比减少 5.82%，归母净利润 22.68 亿元，同比下降 30.96%；归母净利润率 4.97%，同比下降 1.81 个百分点，EPS 0.19 元。

● 核心观点

业绩微幅调整，收入提升对冲毛利率下降。公司前三季度业绩小幅回落，归母净利润同比下降 3.61%。公司报告期内业绩的正向因素主要包括：1) 营业收入同比增长约 12.99%，2) 税金及附加从去年同期的 80.50 亿元下降至 62.76 亿元，3) 管理费用从去年同期的 32.97 亿元减少至 30.48 亿元，原因主要为薪酬支出下降等。公司业绩的拖累项主要是毛利率下降，前三季度毛利率为 24.51%，较去年同期下降 5.32 个百分点，与行业下行趋势一致。

销售额降幅收窄，排名进入前二。公司 2022 年 1-9 月销售额降幅相比 1-6 月收窄，1-9 月实现销售额 3201.00 亿元，同比下降 21.97% (1-6 月为同比下降 26.29%)，签约面积 1920.51 万平方米，同比下降 24.50% (1-6 月为同比下降 21.78%)。2022 年 1-9 月全行业商品住宅销售额和销售面积分别同比下降 28.6% 和 25.7%，公司销售降幅低于行业水平，销售额行业排名相比 2021 年进步二名至第二位。

拿地强度回升，聚焦核心城市。公司在策略端收敛聚焦，在执行端坚守定力，拿地强度相比去年同期提升 3.62 个百分点。公司前三季度拓展项目 70 个 (去年同期 113 个)，新增容积率面积 771 万平方米 (去年同期 2184 万平方米)，拓展金额 1235 亿元 (去年同期 1434 亿元)，拿地均价 1.60 万元/平方米 (去年同期为 0.66 万元/平方米)。上述拿地数据表明公司拿地力度趋于审慎，拿地向高能级城市聚焦，报告期内 38 个核心城市拓展金额占比为 90%，同比提升 15 个百分点。其中，公司前三季度土地拓展金额在上海、厦门、广州三个核心城市合计占比超过 45%。

销售回款率提升，保持财务高度健康。公司上半年抢抓资金回笼，保持资金合理储备，实现销售回笼 2939 亿元，回笼率达到 91.8%（同比提升 2.3 个百分点），在手货币资金 1303 亿元，占总资产比重为 9%。公司“三道红线”保持绿档，债务期限结构合理，短期偿债压力可控。截至报告期末，公司扣除预收款的资产负债率为 66.35%、净负债率为 73.02%、现金短债比为 1.19。

融资渠道顺畅，持续降低融资成本。公司融资渠道顺畅，第三季度内发行公司债 33 亿元、中期票据 5 亿元，平均融资成本仅 3.02%。其中，公司 8 月发行的 3 年期中期票据票面利率均仅为 2.75%，再创公司发行同类产品的历史最低利率。截至三季度末，公司有息负债规模为 3639 亿元，上半年末综合融资成本约 4.32%，较去年末下降 14 个基点。

● 投资建议

公司股东背景深厚，管理积极作为，今年拿地力度同比提升，拿地能级显著提高，维持“推荐”评级。考虑到行业销售下行及对公司的影响，我们调整公司盈利预测为 2022-2024 年营业收入 3134.36 亿元、3390.51 亿元、3605.74 亿元，归母净利润 285.95 亿元、298.15 亿元、306.44 亿元，EPS 2.39 元、2.49 元、2.56 元，对应 PE 为 6.42 倍、6.15 倍、5.99 倍。

主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利 (元)	2.29	2.39	2.49	2.56
净利润增长率	-5.39%	4.41%	4.26%	2.78%
市盈率 (倍)	6.70	6.42	6.15	5.99
EV/EBITDA (倍)	7.28	5.82	5.10	4.60
EV/销售收入 (倍)	1.23	1.03	0.90	0.81
PE/G (倍)	—	1.46	1.44	2.15
市净率 (倍)	0.94	0.82	0.72	0.64

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

● 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

目录

1.事件	5
2.核心观点	5
3.投资建议	9
4.风险提示	9

图表目录

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 12.99%	5
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 3.61%	5
图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 24.51%，三费率为 6.52%	6
图表 4 公司 2022 前三季度管理费用同比下降	6
图表 5 公司 2022 前三季度税金及附加/营业收入比例为 4.01%	6
图表 6 2022 前三季度少数股东损益占比同比相对稳定	6
图表 7 2020 年以来公司销售额排名持续上升（克而瑞全口径）	7
图表 8 公司 2022 年前三季度拿地情况与去年同期对比	7
图表 9 公司 2022 年前三季度销售回款率同比上升 2.3 个百分点	8
图表 10 公司剔除预收款项的资产负债率情况	8
图表 11 公司现金短债比情况	8
图表 12 公司净负债率情况	8
图表 13 公司年初至今公司债券融资成本	9
图表 14 公司年初至今中期票据融资成本	9

1. 事件

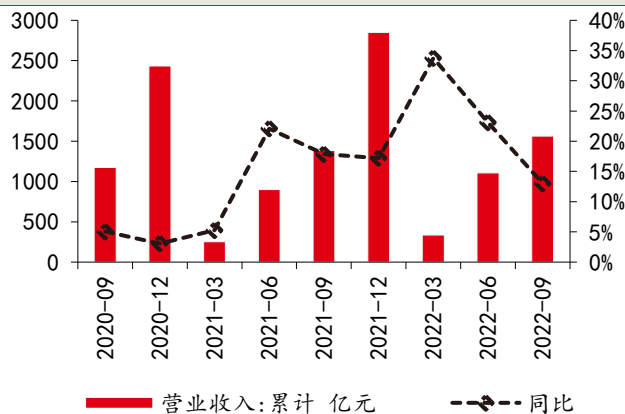
保利发展(600048)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 1564.37 亿元，同比增长 12.99%，归母净利润 130.94 亿元，同比下降 3.61%；归母净利润率 8.37%，同比下降 1.44 个百分点，EPS 1.09 元。其中第三季度单季实现营业收入 456.53 亿元，同比减少 5.82%，归母净利润 22.68 亿元，同比下降 30.96%；归母净利润率 4.97%，同比下降 1.81 个百分点，EPS 0.19 元。

2. 核心观点

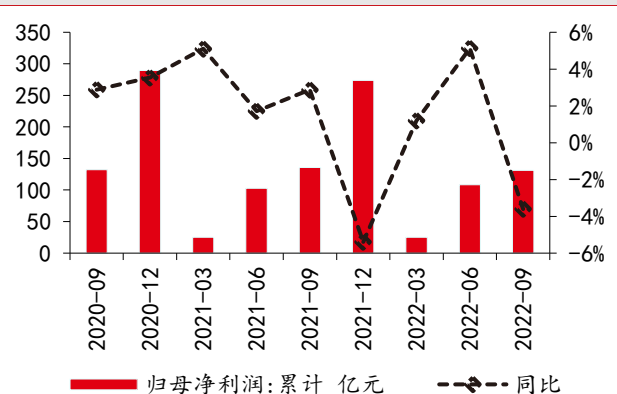
业绩小幅调整，收入提升对冲毛利率下降。公司前三季度业绩小幅回落，归母净利润同比下降 3.61%。公司报告期内业绩的正向因素主要包括：1) 营业收入同比增长约 12.99%，2) 税金及附加从去年同期的 80.52 亿元下降至 62.76 亿元，3) 管理费用从去年同期的 33.03 亿元减少至 30.48 亿元，原因主要为薪酬支出下降等。公司业绩的拖累项主要是毛利率下降，前三季度毛利率为 24.51%，较去年同期下降 5.32 个百分点，与行业下行趋势一致。

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 12.99%



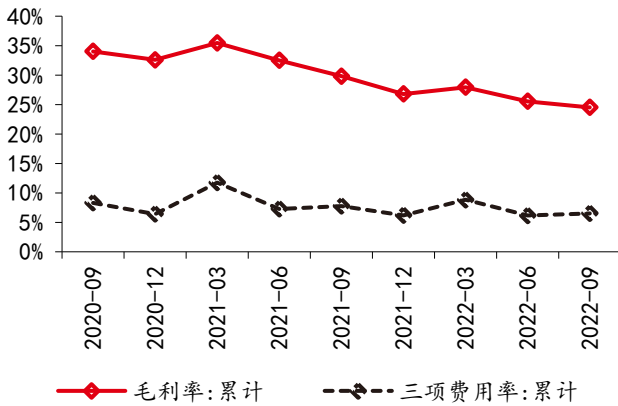
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 3.61%



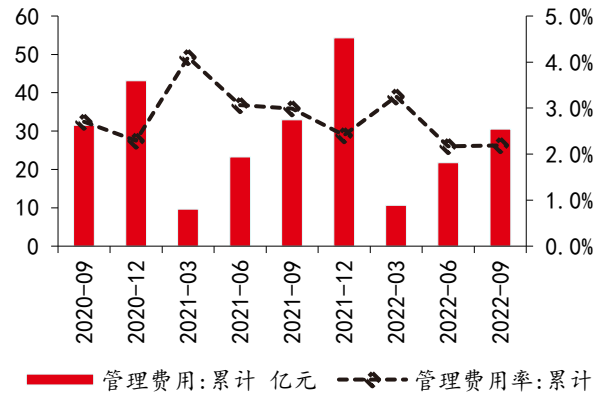
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 24.51%，三费率为 6.52%



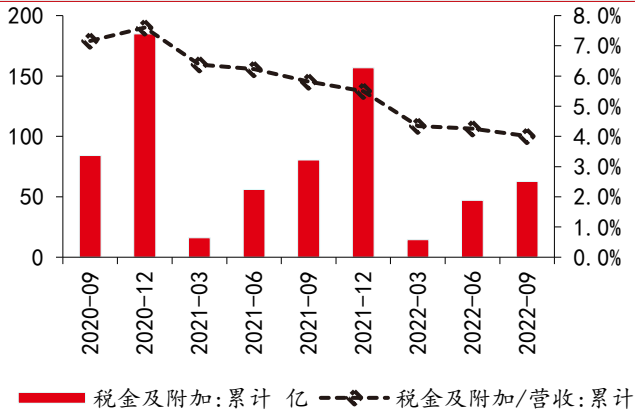
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 4 公司 2022 前三季度管理费用同比下降



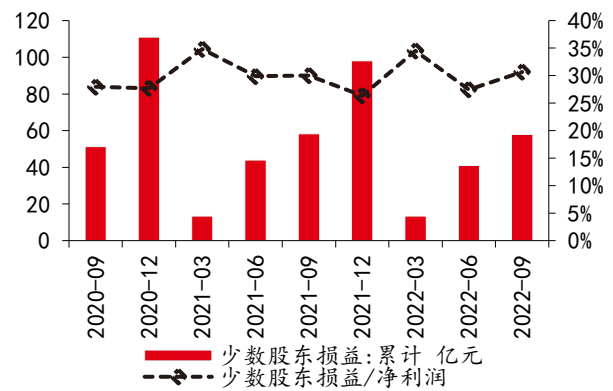
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 5 公司 2022 前三季度税金及附加/营业收入比例为 4.01%



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 6 2022 前三季度少数股东损益占比同比相对稳定



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

销售额降幅收窄，排名进入前二。公司 2022 年 1-9 月销售额降幅相比 1-6 月收窄，1-9 月实现销售额 3201.00 亿元，同比下降 21.97%（1-6 月为同比下降 26.29%），签约面积 1920.51 万平方米，同比下降 24.50%（1-6 月为同比下降 21.78%）。2022 年 1-9 月全行业商品住宅销售额和销售面积分别同比下降 28.6% 和 25.7%，公司销售降幅低于行业水平，销售额行业排名相比 2021 年进步二名至第二位。

图表 7 2020 年以来公司销售额排名持续上升（克而瑞全口径）

销售额排名	2020 年全年	2021 年上半年	2021 年全年	2022 年前三季度
1	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	中国恒大	中国恒大	万科地产	保利发展
3	万科地产	万科地产	融创中国	万科地产
4	融创中国	融创中国	保利发展	中海地产
5	保利发展	保利发展	中国恒大	华润置地
6	中海地产	中海地产	中海地产	招商蛇口
7	绿地控股	招商蛇口	招商蛇口	金地集团
8	世茂集团	华润置地	华润置地	龙湖集团
9	华润置地	绿地控股	绿地控股	绿城中国
10	招商蛇口	金地集团	龙湖集团	融创中国
11	龙湖集团	世茂集团	金地集团	中国金茂
12	新城控股	龙湖集团	世茂集团	滨江集团
13	金地集团	绿城中国	绿城中国	旭辉集团
14	旭辉集团	旭辉集团	旭辉集团	绿地控股
15	中国金茂	中国金茂	中国金茂	建发房产

数据来源：克而瑞，中邮证券研究所整理

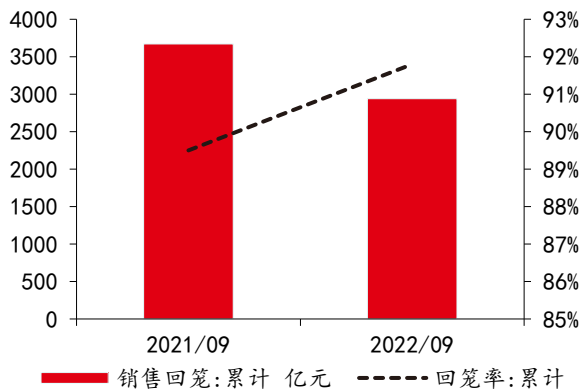
拿地强度回升，聚焦核心城市。公司在策略端收敛聚焦，在执行端坚守定力，拿地强度相比去年同期提升 3.62 个百分点。公司前三季度拓展项目 70 个（去年同期 113 个），新增容积率面积 771 万平方米（去年同期 2184 万平方米），拓展金额 1235 亿元（去年同期 1434 亿元），拿地均价 1.60 万元/平方米（去年同期为 0.66 万元/平方米）。上述拿地数据表明公司拿地力度趋于审慎，拿地向高能级城市聚焦，报告期内 38 个核心城市拓展金额占比为 90%，同比提升 15 个百分点。其中，公司前三季度土地拓展金额在上海、厦门、广州三个核心城市合计占比超过 45%。

图表 8 公司 2022 年前三季度拿地情况与去年同期对比

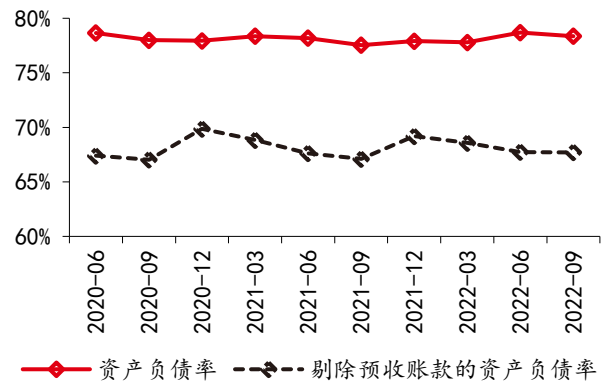
拿地情况	2021 年前三季度	2022 年前三季度	同比
项目数量	113 个	70 个	减少 43 个
计容建面	2184 万平方米	771 万平方米	下降 64.70%
拿地金额	1434 亿元	1235 亿元	下降 13.88%
拿地强度：拿地金额/销售金额	34.96%	38.58%	上升 3.62 个百分点
拿地均价	6566 元/平方米	16018 元/平方米	上升 152.58%
38 个核心城市拿地金额占比	75%	90%	上升 15 个百分点

数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

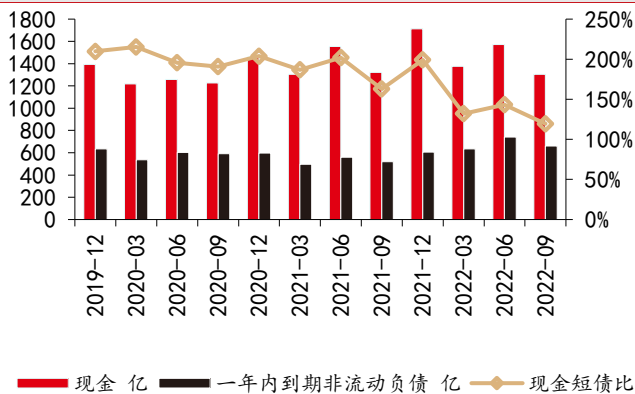
销售回款率提升，保持财务高度健康。公司上半年抢抓资金回笼，保持资金合理储备，实现销售回笼 2939 亿元，回笼率达到 91.8%（同比提升 2.3 个百分点），在手货币资金 1303 亿元，占总资产比重为 9%。公司“三道红线”保持绿档，债务期限结构合理，短期偿债压力可控。截至报告期末，公司扣除预收款的资产负债率为 66.35%、净负债率为 73.02%、现金短债比为 1.19。

图表 9 公司 2022 年前三季度销售回款率同比上升 2.3 个百分点


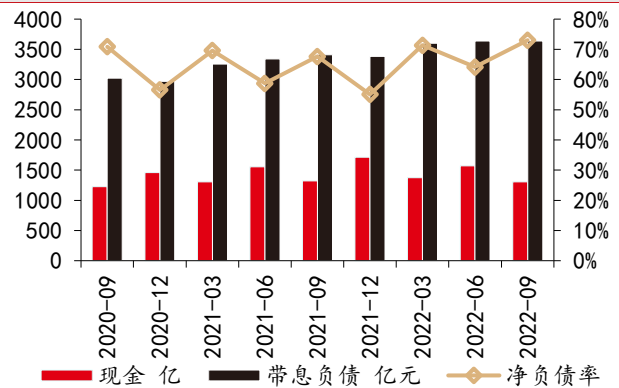
数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 10 公司剔除预收款项的资产负债率情况


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

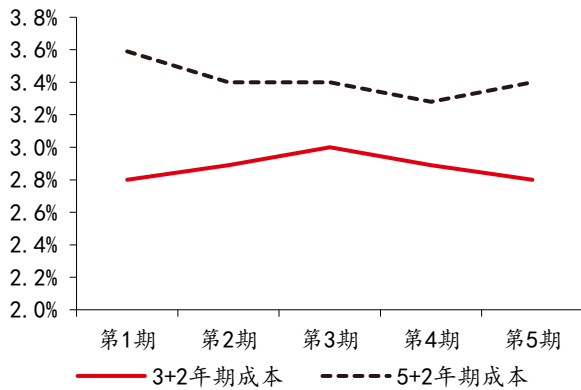
图表 11 公司现金短债比情况


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

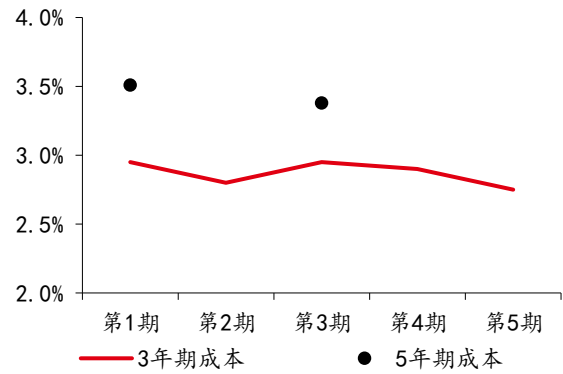
图表 12 公司净负债率情况


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

融资渠道顺畅, 持续降低融资成本。公司融资渠道顺畅, 第三季度内发行公司债 33 亿元、中期票据 25 亿元, 平均融资成本仅 3.00%。其中, 公司 8 月发行的 3 年期中期票据票面利率均仅为 2.75%, 再创公司发行同类产品的历史最低利率。截至三季度末, 公司有息负债规模为 3639 亿元, 上半年末综合融资成本约 4.32%, 较去年末下降 14 个基点。

图表 13 公司年初至今公司债券融资成本


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 14 公司年初至今中期票据融资成本


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

3. 投资建议

公司股东背景深厚，管理积极作为，今年拿地力度同比提升，拿地能级显著提高，维持“推荐”评级。考虑到行业销售下行及对公司的影响，我们调整公司盈利预测为 2022-2024 年营业收入 3134.36 亿元、3390.51 亿元、3605.74 亿元，归母净利润 285.95 亿元、298.15 亿元、306.44 亿元，EPS 2.39 元、2.49 元、2.56 元，对应 PE 为 6.42 倍、6.15 倍、5.99 倍。

4. 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	284933	313436	339051	360574
营业成本	208631	229494	248263	264060
毛利	76302	83942	90788	96514
%营业收入	26.78%	26.78%	26.78%	26.77%
营业税金及附加	15685	17254	18664	19848
%营业收入	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
销售费用	7384	8123	8786	9344
%营业收入	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%
管理费用	5434	5722	6225	6693
%营业收入	1.91%	1.83%	1.84%	1.86%
财务费用	3386	4002	4294	4959
%营业收入	1.19%	1.28%	1.27%	1.38%
资产减值损失	-58	-30	-169	-218
公允价值变动收益	246	295	355	425
投资收益	6211	6211	6211	6211
营业利润	49670	55318	59216	62088
%营业收入	17.43%	17.65%	17.47%	17.22%
营业外收支	365	255	298	306
利润总额	50035	55574	59514	62394
%营业收入	17.56%	17.73%	17.55%	17.30%
所得税费用	12845	13917	14777	15712
净利润	37189	41657	44737	46682
归属母公司股东净利润	27388	28595	29815	30644
少数股东损益	9802	13062	14922	16038
EPS (元/股)	2.29	2.39	2.49	2.56

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	9954	27464	28694	21363
取得投资收益收回现金	220	6211	6211	6211
长期股权投资	-22539	-9509	-10460	-11506
无形资产投资	-26	-135	-50	-53
固定资产投资	-135	2181	-2599	-2169
其他	2494	295	355	425
投资活动现金流净额	-19987	-821	-6493	-7038
债券融资	0	0	0	0
股权融资	21338	0	0	0
银行贷款增加(减少)	53263	23190	25509	28060
筹资成本	-36184	-4657	-11631	-12402
其他	-3960	19330	17670	56908
筹资活动现金流净额	34458	37864	31548	72567
现金净流量	24425	64506	53749	86892

数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所预测

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	171384	235890	289640	376532
交易性金融资产	123	123	123	123
应收账款	3179	2364	2967	3145
存货	809656	858064	928455	988202
预付账款	42686	56652	58659	60534
其他流动资产	220313	222995	264090	277466
流动资产合计	1247342	1376089	1543934	1706003
可供出售金融资产	3876	3876	3876	3876
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	95089	104598	115058	126564
投资性房地产	27295	27431	27569	27708
固定资产合计	11275	10760	11138	10598
无形资产	404	484	480	476
商誉	67	67	67	67
递延所得税资产	9331	8865	8421	8000
其他非流动资产	5254	1292	1381	1472
资产总计	1399933	1533461	1711923	1884763
短期贷款	4094	0	6175	49167
应付款项	130127	131578	161385	163941
预收账款	416869	455952	500143	527983
应付职工薪酬	502	560	608	642
应交税费	13226	-734	3295	6465
其他流动负债	254001	300895	324189	342796
流动负债合计	818817	888251	995795	1090994
长期借款	231904	255094	280603	308664
应付债券	41620	41620	41620	41620
递延所得税负债	513	524	534	545
其他非流动负债	4165	4373	4592	4821
负债合计	1097019	1189861	1323143	1446643
归属母公司股东权	195561	223184	253441	286744
少数股东权益	107354	120415	135338	151376
股东权益	302914	343600	388779	438120
负债及股东权益	1399933	1533461	1711923	1884763

基本指标

	2.29	2.39	2.49	2.56
EPS	2.29	2.39	2.49	2.56
BVPS	25.31	28.70	32.48	36.60
PE	6.70	6.42	6.15	5.99
PEG	—	1.46	1.44	2.15
PB	0.94	0.82	0.72	0.64
EV/EBITDA	7.28	5.82	5.10	4.60
ROE	14.00%	12.81%	11.76%	10.69%

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。