

600048.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 15.33

板块评级: 强于大市

股价表现


发行股数(百万)	11,970
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	183,507
3个月日均交易额(港币 百万)	1,276

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2022年10月28日收市价为标准

相关研究报告

《保利发展: 央企龙头具备穿越周期的战略定力, 多重优势奠定未来发展基石》20220208

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

房地产开发

证券分析师: 夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521070005

证券分析师: 许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

保利发展

业绩与利润率短期承压, 融资与拿地优势凸显

摘要: 保利发展2022年前三季度实现营业总收入1564.4亿元, 同比增长13.0%; 归母净利润130.9亿元, 同比下降3.6%。公司三季度单季实现营收456.7亿元, 同比下降5.8%, 归母净利润22.7亿元, 同比下降31.0%。

公司点评

- 营收规模保持稳定增长, 利润率水平有所下降。** 前三季度保利发展实现营业总收入1564.4亿元, 同比增长13.0%, 营收规模保持稳定增长; 归母净利润130.9亿元, 同比下降3.6%, 一方面, 由于公允价值变动净收益从去年同期的1.5亿元降至-1.0亿元; 另一方面, 受制于前期的高价地陆续进入结算期, 公司毛利率为24.5%, 同比降低了5.3个百分点, 净利率和归母净利润率则分别同比下降了2.0和1.4个百分点至12.1%和8.4%, 不过公司盈利水平虽下降但仍高于行业平均。由于利润率下滑, 公司年化ROE较去年同期下滑1.1个百分点至8.7%。公司未来业绩保障程度仍然较高, 预收账款/上年营业收入仍然高达1.61X。从单季情况来看, 公司三季度实现营收456.7亿元, 同比下降5.8%; 归母净利润22.7亿元, 同比下降31.0%。单季业绩承压的主要原因在于: 1) 单季毛利率同比下降了2.8个百分点至22.0%; 2) 少数股东损益同比增长17.6%, 其占净利润的比重大幅提升了12.3个百分点至42.8%; 3) 公允价值变动净收益从去年同期的1.4亿元降至-1.1亿元。
- 公司始终保持合理的杠杆水平, 融资成本持续位于行业低位。** 截至三季度末, 公司有息负债3638.9亿元, 同比增长6.7%, 有息负债规模控制得当。同时短债占比较小, 一年内到期的短期有息负债占比18.5%; 根据中指院数据, 公司国内债券余额637亿元, 无未偿还的海外债券, 国内债券中今年Q4、2023年、2024年、2025年及以后到期规模分别为51、122、137、327亿元, 占比分别为8%、19%、22%、51%。截至三季度末, 公司净负债率为73.0%, 剔除预收账款后的资产负债率为66.4%, 同比分别提升了5.4和0.8个百分点, 虽然负债率有所提升, 但公司仍然稳居“绿档”。同时, 公司发挥规模央企优势, 把握低成本融资的机会, 公司今年以来累计发行了11笔公司债券、中期票据, 累计发行额103亿元, 平均发行利率为3.12%, 远低于2021年的综合融资成本(4.46%), 融资成本持续处于行业较低水平。
- 在手现金充裕, 回款率同比提升。** 截至三季度末, 公司持有现金1303.5亿元, 同比小幅下降1.3%, 现金短债比1.94, 同比下降了0.38; 前三季度公司经营性现金流净额为-299亿元, 去年同期为-188亿元, 主要是由于销售回款的减少, 公司1-9月实现销售回款2939亿元, 同比下降20.0%, 但回款率高达91.8%, 较去年同期增长2.3个百分点。
- 销售同比降幅相对较小, 跻身行业排名第二。** 2022年1-9月保利发展实现销售金额3201亿元, 销售面积1921万平, 同比分别减少22.0%和24.5%, 销售均价1.67万元/平, 同比增长3.4%。公司市占率(占全国商品房销售金额的比重)为3.2%, 较2021年提升了0.3个百分点, 销售金额排名仅次于碧桂园排名第二, 超过万科, 销售金额同比降幅也是TOP3房企中最小的。
- 公司积极在高能级城市扩储, 在手土地储备优质且充裕。** 1-9月公司新拓展项目70个, 新增拿地建面771万平, 拿地金额1235亿元, 在今年大多数房企保持低量拿地之时, 公司凭借央企优势积极拓储, 拿地金额同比降幅仅13.9%, 拿地强度(拿地金额/销售金额)为38.6%, 较去年同期提升了3.6个百分点, 拿地相对积极; 且重点聚焦长三角、珠三角、海西等深耕城市群, 38个核心城市拓展金额占比90%, 上海、厦门、广州三个核心城市合计占比超过45%。由于公司聚焦一二线扩储, 有利于未来发展, 也因此前三季度的楼面均价高达1.6万元/平, 同比大幅提升了144%。由于整体地产行业景气度低迷, 1-9月公司新开工面积1746万平, 同比下降52.3%, 竣工面积2316万平, 同比减少5.0%。截至9月末, 公司在建拟建项目795个, 在建面积13926万平, 待开发面积6605万平, 仍能满足2年的开发需求。
- 投资建议与盈利预测:** 我们认为, 凭借强大的资源护城河、央企的融资优势、激励机制升级带来的效益提升等因素, 各类资金、土地资源均向公司聚拢, 公司规模增长将进一步提速, 巩固前三的行业地位。短期来看, 有望受益于行业销售基本面的兑现带来的整体板块机会; 中长期来看, 在供给侧出清的逻辑下优质较大, 公司作为融资渠道畅通、综合能力突出的优质龙头央企将享有更高的确定性溢价。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为3281/3759/4299亿元, 同比增速分别为15.1%/14.6%/14.4%; 归母净利润分别为277/290/310亿元, 同比增速分别为1.2%/4.6%/6.8%; 对应EPS分别为2.31/2.42/2.59元。当前股价对应的PE分别为6.6X/6.3X/5.9X。维持“买入”评级。
- 评级面临的主要风险:** 销售与结算不及预期; 房地产调控超预期收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

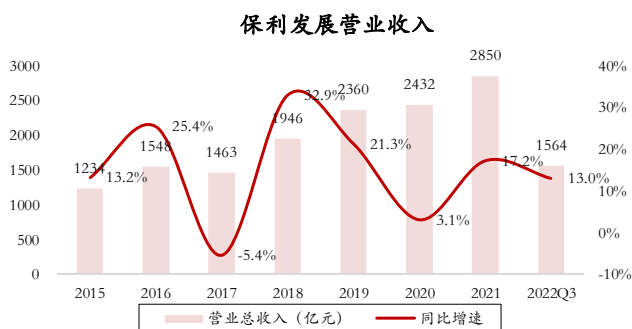
投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(人民币 百万)	243,208	285,024	328,088	375,937	429,944
变动(%)	3.1	17.2	15.1	14.6	14.4
归母净利润(人民币 百万)	28,948	27,388	27,708	28,970	30,953
全面摊薄每股收益(人民币)	2.42	2.29	2.31	2.42	2.59
变动(%)	3.5	(5.4)	1.2	4.6	6.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.38	2.46	-
调整幅度(%)			(2.7)	(1.6)	
全面摊薄市盈率(倍)	6.34	6.70	6.62	6.33	5.93

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

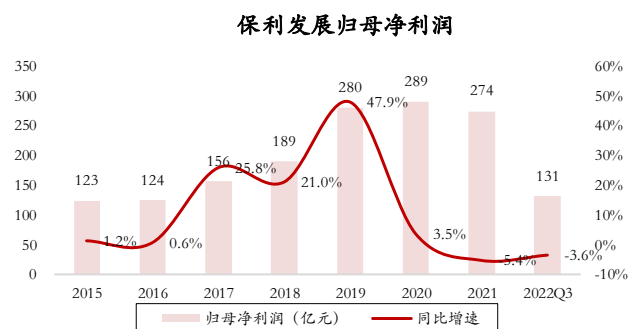
附录:

图表 1. 2022 年前三季度保利发展实现营业收入 1564 亿元，同比增长 13.0%



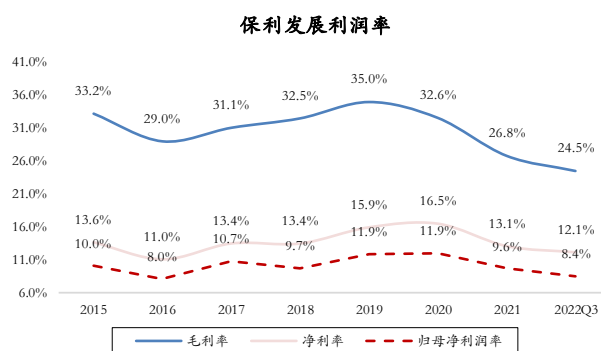
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2022 年前三季度保利发展实现归母净利润 131 亿元，同比下降 3.6%



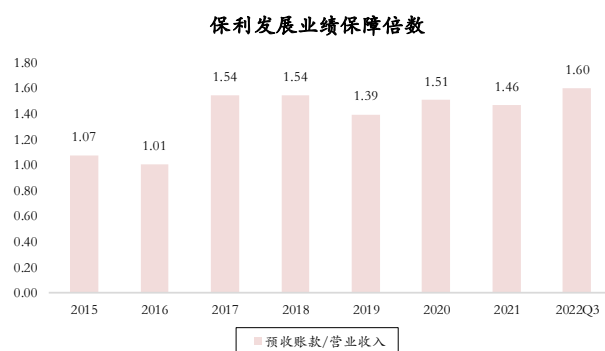
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 2022 年前三季度保利发展毛利率、净利率、归母净利润率分别为 24.5%、12.1%、8.4%



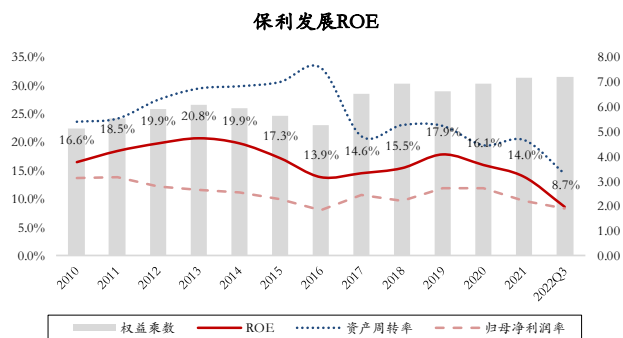
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 2022 年前三季度保利发展业绩保障倍数为 1.60X



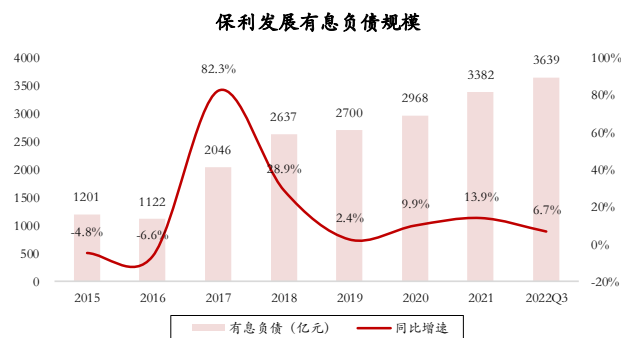
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 5. 2022 年前三季度保利发展年化后的 ROE 为 8.7%



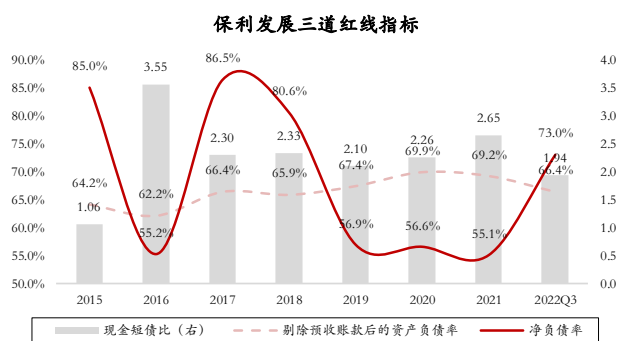
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 6. 2022 年前三季度保利发展有息负债规模 3639 亿元，同比增长 6.7%



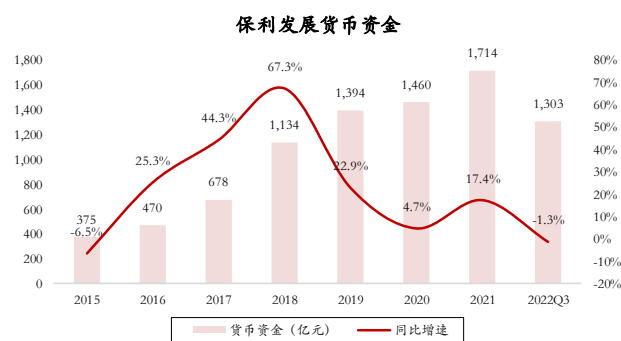
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 2022 年前三季度保利发展剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 66.4%、73.0% 和 1.94X



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 截至 2022 年三季度末保利发展货币资金 1303 亿元，同比下降 1.3%



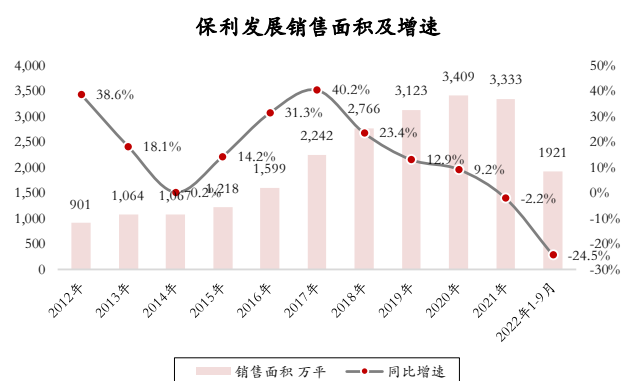
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2022 年前三季度保利发展现金流净额为 -299 亿元



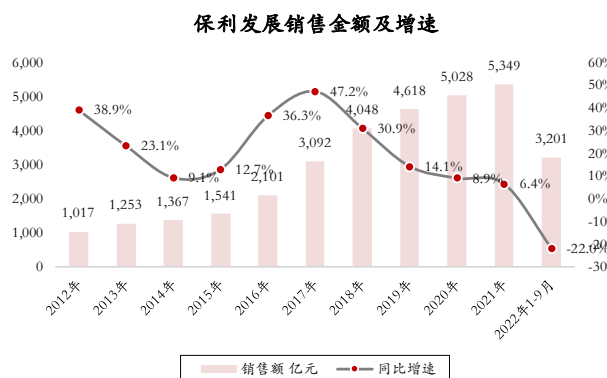
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2022 年前三季度保利发展实现销售面积 1921 万平，同比下降 24.5%



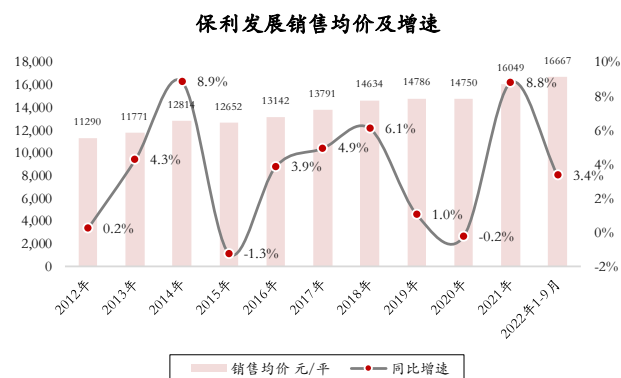
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2022 年前三季度保利发展实现销售金额 3201 亿元，同比下降 22.0%



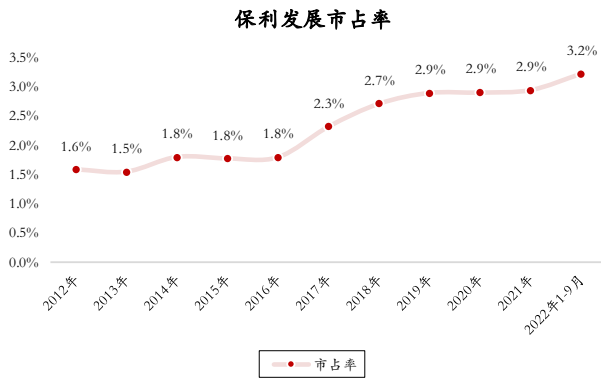
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 2022 年前三季度保利发展销售均价为 1.67 万元/平，同比增长 3.4%



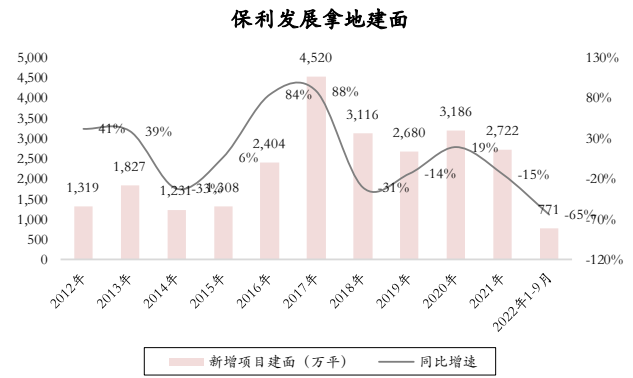
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2022 年前三季度保利发展市占率为 3.2%



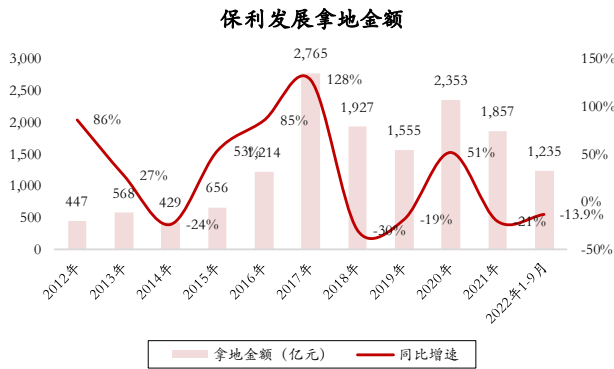
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2022 年前三季度保利发展拿地建面 771 万平，同比下降 65%



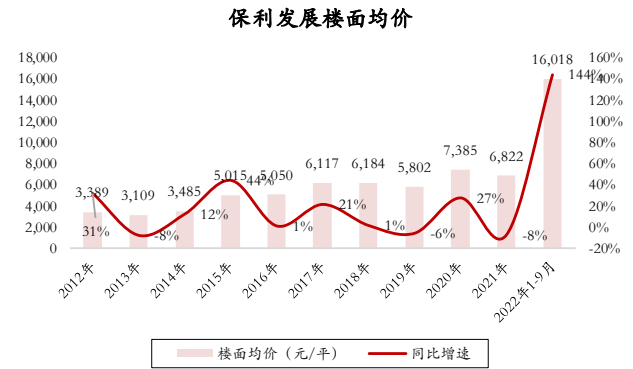
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2022 年前三季度保利发展拿地金额 1235 亿元，同比下降 13.9%



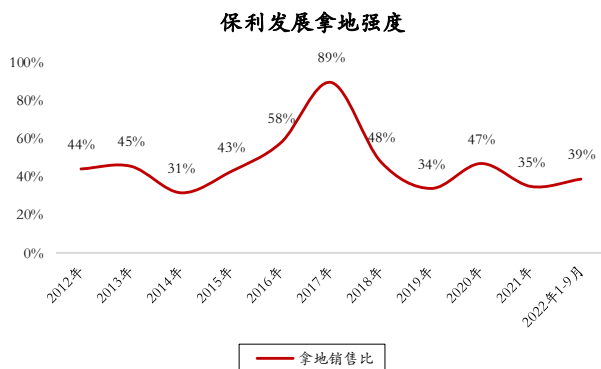
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2022 年前三季度保利发展楼面均价高达 1.6 万元/平，同比增长 144%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2022 年前三季度保利发展拿地金额/销售金额为 39%



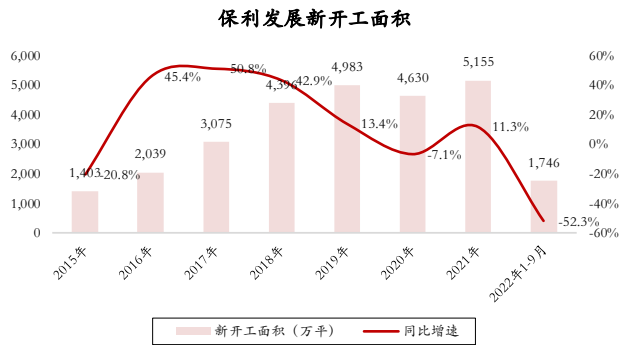
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2022 年前三季度末保利发展在建面积与待开发面积分别为 13926、6605 万平



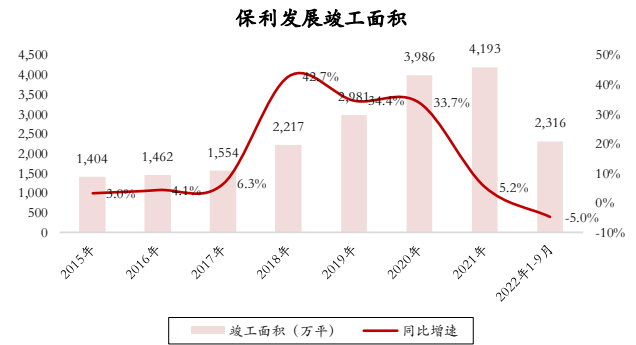
资料来源：公司公告，中银证券

图表 19. 2022 年前三季度保利发展新开工面积 1746 万平，同比下降 52.3%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 2022 年前三季度末保利发展竣工面积 2316 万平，同比下降 5.0%



资料来源：公司公告，中银证券

损益表 (人民币 百万)

利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	243,208	285,024	328,088	375,937	429,944
减:营业成本	163,951	208,631	249,545	287,709	328,233
营业税费	18,495	15,685	18,054	21,052	27,946
销售费用	6,877	7,384	6,940	7,651	8,436
管理费用	4,315	5,434	5,107	5,631	6,208
财务费用	3,160	3,386	4,859	5,387	5,673
资产减值损失	849	95	113	136	150
加:公允价值变动收	53	246	271	298	328
投资和汇兑收益	6,141	6,211	6,522	5,217	4,174
营业利润	52,265	49,670	48,900	52,349	56,016
加:营业外净收支	273	365	394	414	435
利润总额	52,538	50,035	49,295	52,763	56,451
减:所得税	12,490	12,845	12,077	13,877	14,960
净利润	28,948	27,388	27,708	28,970	30,953

资料来源:公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	146008	171384	164044	187969	214972
交易性金融资产	507	123	136	149	164
应收帐款	2450	3179	3301	4124	4367
应收票据	2	15	4	18	7
预付帐款	42197	42686	58843	58213	75331
存货	741475	809656	895570	894616	983606
其他流动资产	203587	220298	262516	272450	321379
长期股权投资	72550	95089	95089	95089	95089
投资性房地产	21232	27295	31232	32732	34232
固定资产	7659	11275	13751	15936	17827
在建工程	546	571	417	309	234
无形资产	430	404	443	419	390
资产总额	1251375	1399933	1543231	1579794	1765247
短期债务	4777	4094	5982	28736	60223
应付帐款	275549	275909	383695	376782	490810
应付票据	14919	9470	19702	13931	24439
长期借款	207160	231904	255094	255094	255094
负债总额	984737	1097019	1230059	1236427	1389673
少数股东权益	86407	107354	116863	126779	137317
股本	11970	11970	11970	11970	11970
留存收益	147892	164943	184339	204619	226285
股东权益	266638	302914	313172	343368	375573

资料来源:公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	40,048	37,189	27,708	28,970	30,953
加:折旧和摊销	1,295	1,509	1,737	2,383	3,086
资产减值准备	-849	-95	-113	-136	-150
公允价值变动损失	-53	-246	271	298	328
财务费用	5,636	5,566	4,859	5,387	5,673
投资收益	-6,141	-6,211	-6,522	-5,217	-4,174
少数股东损益	11,100	9,802	9,509	9,916	10,539
营运资金的变动	364,156	30,855	-26,034	-21,742	-30,298
经营活动产生现金流量	15,150	10,551	11,416	19,859	15,957
投资活动产生现金流量	-6,927	-19,987	-1,796	-1,031	-2,542
融资活动产生现金流量	-1,878	34,458	-16,960	5,097	13,588

资料来源:公司公告, 中银证券预测

主要比率

财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入增长率	3.1%	17.2%	15.1%	14.6%	14.4%
营业利润增长率	3.7%	-5.0%	-1.5%	7.1%	7.0%
净利润增长率	3.5%	-5.4%	1.2%	4.6%	6.8%
EBITDA 增长率	-0.5%	-0.7%	2.3%	8.5%	8.0%
EBIT 增长率	-0.6%	-1.1%	1.7%	7.6%	7.1%
NOPLAT 增长率	7.3%	-6.7%	2.9%	4.8%	6.6%
净资产增长率	15.6%	10.8%	6.7%	5.3%	6.8%
利润率					
毛利率	32.6%	26.8%	23.9%	23.5%	23.7%
营业利润率	21.5%	17.4%	14.9%	13.9%	13.0%
净利润率	11.9%	9.6%	8.4%	7.7%	7.2%
EBITDA/营业收入	23.1%	19.5%	17.4%	16.4%	15.5%
EBIT/营业收入	22.6%	19.0%	16.8%	15.8%	14.8%
运营效率					
固定资产周转天数	11	12	14	14	14
流动营业资本周转	419	394	367	344	322
流动资产周转天数	1,534	1,505	1,444	1,342	1,263
应收帐款周转天数	3	4	4	4	4
存货周转天数	981	980	936	857	786
总资产周转天数	1,691	1,674	1,615	1,495	1,400
投资资本周转天数	529	510	481	445	413
投资回报率					
ROE	15.0%	12.3%	11.9%	11.3%	11.0%
ROA	3.2%	2.7%	2.4%	2.5%	2.4%
ROIC	12.8%	10.3%	9.6%	9.4%	9.5%
费用率					
销售费用率	2.8%	2.6%	2.1%	2.0%	2.0%
管理费用率	1.8%	1.9%	1.6%	1.5%	1.4%
财务费用率	1.3%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%
三费/营业收入	6.4%	6.2%	5.7%	5.5%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	78.7%	78.4%	79.7%	78.3%	78.7%
负债权益比	369.3%	362.2%	392.8%	360.1%	370.0%
流动比率	1.51	1.52	1.48	1.51	1.47
速动比率	0.53	0.53	0.52	0.56	0.57
利息保障倍数	17.38	16.03	11.36	11.03	11.22
分红指标					
DPS(元)	0.73	0.73	0.69	0.73	0.78
分红比率	30.2%	31.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	4.8%	4.8%	4.5%	4.7%	5.1%
业绩和估值指标					
EPS(元)	2.42	2.29	2.31	2.42	2.59
BVPS(元)	15.06	16.34	16.40	18.09	19.90
PE(X)	6.34	6.70	6.62	6.33	5.93
PB(X)	1.02	0.94	0.93	0.85	0.77

资料来源:公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371