

买入 (维持)

保利发展

600048

保利发展 2022 年三季报点评：营收稳健增长，结算毛利率有所承压，供给侧改革受益

2022 年 10 月 30 日

市场数据

市场数据日期	2022-10-28
收盘价(元)	15.33
总股本(百万股)	11970
流通股本(百万股)	11970
总市值(百万元)	183507
流通市值(百万元)	183507
净资产(百万元)	201346
总资产(百万元)	1448060
每股净资产(元)	16.82

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《保利发展 9 月销售数据点评：单月销售金额同比再度转正，保持投资力度》2022-10-11

分析师：

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

研究助理：

洪波

hongbo@xyzq.com.cn

王沁雯

wangqinwen@xyzq.com.cn

宋词

songci@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	285024	312372	334470	354407
同比增长	17.2%	9.6%	7.1%	6.0%
归母净利润(百万元)	27388	28420	30378	32798
同比增长	-5.4%	3.8%	6.9%	8.0%
毛利率	26.8%	25.7%	25.8%	25.9%
净利率	13.0%	12.4%	12.4%	12.6%
净资产收益率	14.0%	13.1%	12.9%	12.8%
每股收益(元)	2.29	2.37	2.54	2.74
每股经营现金流(元)	0.88	3.43	5.69	3.81

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

营收保持稳健增长，归母净利润微降。2022 年前三季度公司实现营业收入 1563.8 亿元，同比增长 13.0%；实现归母净利润 130.9 亿元，同比减少 3.6%。归母净利润同比微降主要受毛利率承压影响，前三季度毛利率为 24.5%，同比下降 5.3 个百分点。

保持拿地节奏，拿地质量提升明显。2022 年前三季度公司拓展金额 1235 亿元，拿地力度 38.6%。聚焦核心城市，土地质量提升明显，拿地均价 16016.8 元/平方米，同比提升 140.3%。布局方面，重点聚焦长三角、珠三角、海西等深耕城市群的核心城市及区位，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%。土储方面，公司在建面积 1.39 亿平方米、待开发面积 6605 万平方米。

融资渠道畅通，三道红线达标。2022 年前三季度公司发行公司债 98 亿元、中期票据 100 亿元，平均融资成本仅 3.04%。公司在手资金 1303 亿元，总有息负债规模为 3639 亿元，其中中长期负债占比 82%，债务期限结构健康。测算公司“三道红线”指标，扣除预收款的资产负债率为 77.9%、净负债率为 66.4%、现金短债比为 1.9，各项指标均符合绿档企业标准。

行业销售排名稳步提升，降幅逐渐收窄。2022 年前三季度公司实现签约金额 3201.0 亿元，同比下降 22.0%；实现签约面积 1920.5 万平方米，同比下降 24.5%。销售均价 1.67 万元/平方米，同比上升 4.3%。销售金额排名较 2021 年提升至行业第二，部分月份销售金额登顶行业销冠、实现正增长。

投资建议：保利发展融资优势明显，供给侧改革下将迎来更大发展机会，未来份额和利润率改善可期。公司长期稳健经营，以战略定力穿越周期，大股东和高管增持彰显信心，看好公司中长期价值。我们维持公司 2022-2023 年 EPS 至 2.37 元和 2.54 元，以 2022 年 10 月 28 日收盘价计算，对应的 PE 为 6.5 倍和 6.0 倍，维持买入评级。

风险提示：地产销售不及预期，货币政策持续收紧，地产政策调控。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

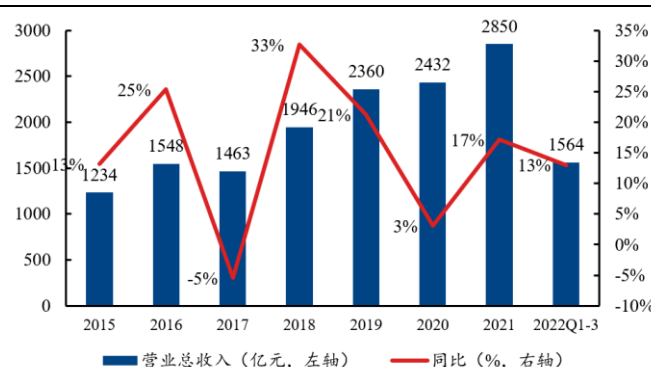
报告正文

10月28日,保利发展发布2022年三季报,2022年营业收入1563.76亿元,同比增长12.99%;归母净利润130.94亿元,同比下降3.61%。

1. 营收保持稳健增长,归母净利润微降

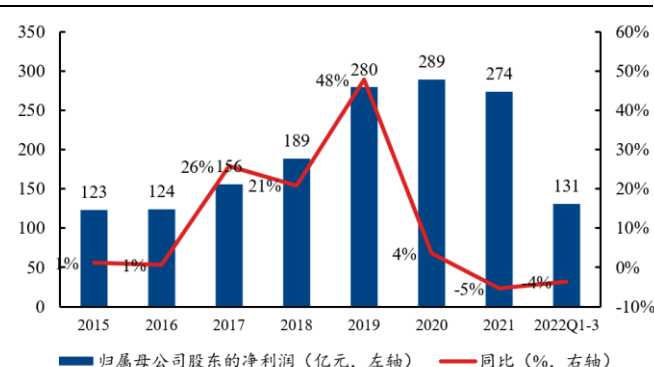
营收保持稳健增长,受结算毛利率下行影响,归母净利润同比微降。2022年前三季度公司实现营业收入1563.8亿元,同比增长13.0%;实现归母净利润130.9亿元,同比下降3.6%。其中第三季度单季业绩有所拖累,实现营业收入456.5亿元,同比下降5.8%;实现归母净利润22.7亿元,同比下降31.0%。归母净利润同比有所下降,主要受结算毛利率承压影响。公司2022年前三季度毛利率为24.5%,同比下降5.3个百分点。其中第三季度单季毛利率22.0%,同比下降2.9个百分点。

图1、2022年前三季度营业总收入同比增长13%



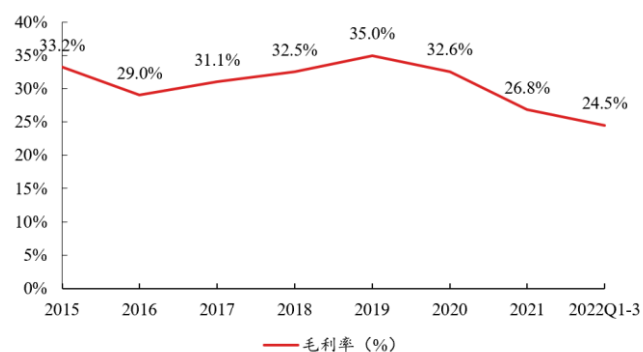
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2022年前三季度归母净利润同比下降4%



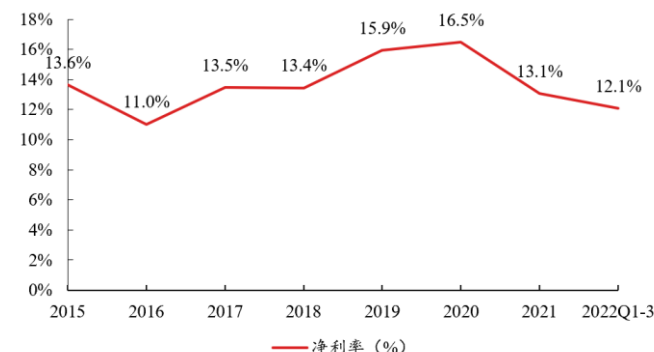
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2022年前三季度毛利率24.5%



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2022年前三季度净利率12.1%



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

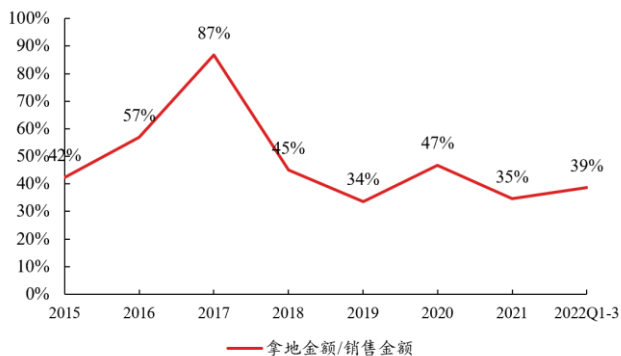
2. 保持拿地节奏，拿地质量提升明显

保持拿地强度，项目质量明显提升。公司保持谨慎态度，上半年拓展项目 70 个，新增容积率面积 771 万平方米，拓展金额 1235 亿元，拿地力度 38.6%，拿地金额权益比例 63.6%。聚焦核心城市，土地质量提升明显，2022 年前三季度拿地均价 16016.8 元/平方米，同比提升 140.3%，拿地均价/销售均价达 96%。

坚持“中心城市+城市群”拿地策略。公司聚焦城市深耕，优化资源布局。重点聚焦长三角、珠三角、海西等深耕城市群的核心城市及区位，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%。近 12 个月以来，一二线占比为 74.2%，三四线占比为 25.8%，拿地金额占比较高的城市有：上海（17.0%）、厦门（9.1%）、广州（8.8%）、南京（8.2%）、合肥（6.8%）。

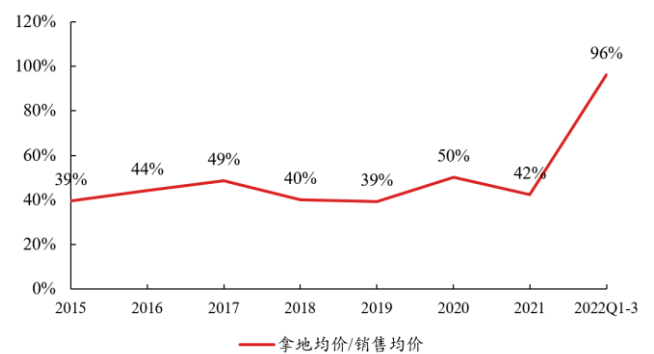
土地储备充足，新开工节奏放缓。截至 2022 年第三季度末，公司共有在建拟建项目 795 个，在建面积 1.39 亿平方米，待开发面积 6605 万平方米。前三季度公司新开工面积 1746 万方，同比减少 52.3%；竣工面积 2316 万方，同比减少 5.0%。

图 5、历年拿地金额/销售金额



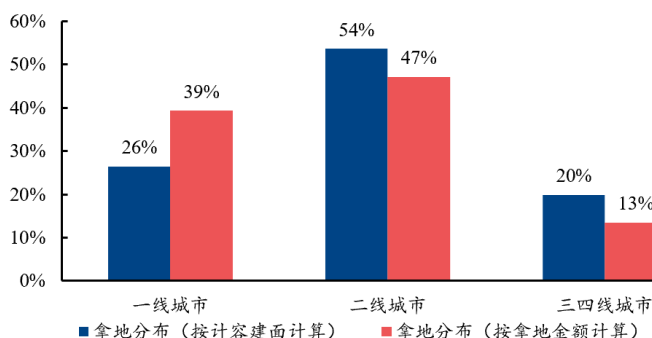
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、历年拿地均价/销售均价



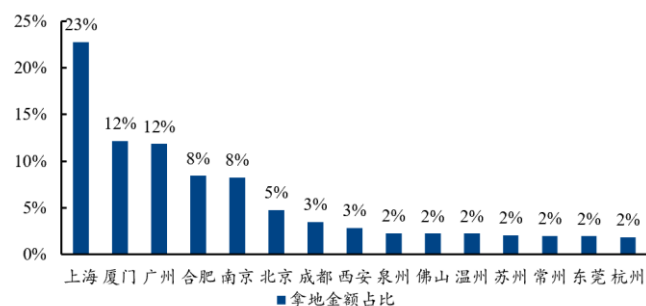
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2022 年前三季度拿地城市能级分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2022 年前三季度拿地主要城市占比



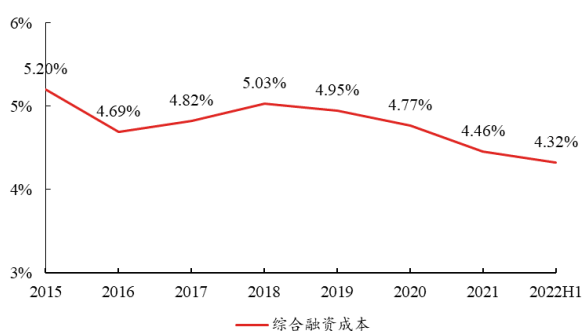
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 融资渠道畅通，三道红线达标

公司融资渠道畅通，债务期限机构健康。2022 年前三季度公司发行公司债 98 亿元、中期票据 100 亿元，平均融资成本仅 3.04%。公司在手资金 1303 亿元，总有息负债规模为 3639 亿元，其中中长期负债占比 82%，债务期限结构健康。

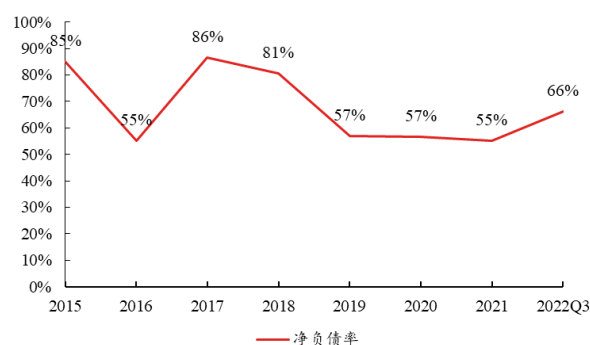
销售回笼率保持行业最高水平，三道红线持续达标。2022 年前三季度公司实现回笼金额 2939 亿元，回笼率为 91.8%，居于行业高位。“三道红线”持续达标，测算公司扣除预收款的资产负债率为 77.9%、净负债率为 66.4%、现金短债比为 1.9，各项指标均符合绿档企业标准。

图 9、历年综合融资成本



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、历年净负债率

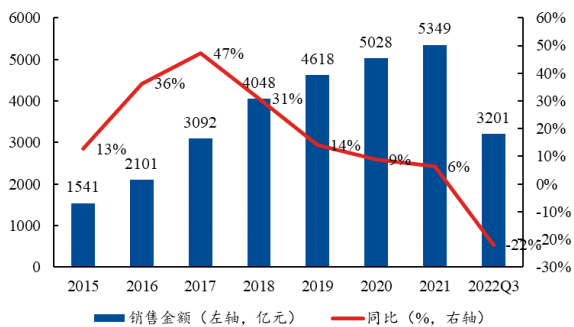


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 行业销售排名稳步提升，降幅逐渐收窄

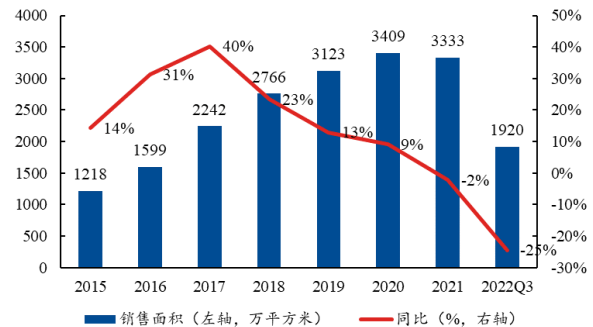
销售降幅收窄，行业排名稳步提升。2022 年前三季度公司实现签约金额 3201.0 亿元，同比下降 22.0%（1-8 月累计同比 24.7%）；实现签约面积 1920.5 万平方米，同比下降 24.5%（1-8 月累计同比 26.3%）。销售均价 1.67 万元/平方米，同比上升 4.3%。2022 年 1-9 月销售金额位列行业第二，较 2021 年提升两名，部分月份销售金额登顶行业销冠、实现正增长。

图 11、2022 年前三季度实现合约销售金额 3201 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2022 年前三季度实现合约销售面积 1920 万方



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：保利发展融资优势明显，供给侧改革下将迎来更大发展机会，未来份额和利润率改善可期。公司长期稳健经营，以战略定力穿越周期，大股东和高管增持彰显信心，看好公司中长期价值。我们维持公司 2022-2023 年 EPS 至 2.37 元和 2.54 元，以 2022 年 10 月 28 日收盘价计算，对应的 PE 为 6.5 倍和 6.0 倍，维持买入评级。

风险提示：地产销售不及预期，货币政策持续收紧，地产政策调控。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1247342	1370280	1430508	1504823
货币资金	171384	239485	307007	360993
交易性金融资产	123	251	209	223
应收票据及应收账款	3194	3383	3664	3868
预付款项	42686	54451	60492	61777
存货	809656	832938	824920	824920
其他	220298	239773	234216	253042
非流动资产	152591	139287	141328	137806
长期股权投资	95089	87576	90081	89246
固定资产	11275	9799	8146	6406
在建工程	571	286	143	71
无形资产	404	357	302	249
商誉	67	67	67	67
长期待摊费用	498	351	194	40
其他	44686	40852	42396	41727
资产总计	1399933	1509567	1571836	1642629
流动负债	818817	875954	895998	922245
短期借款	4094	4321	4245	4271
应付票据及应付账款	139597	176691	180371	194546
其他	675127	694942	711382	723428
非流动负债	278201	298734	310677	322738
长期借款	231904	246225	258225	269225
其他	46298	52509	52453	53513
负债合计	1097019	1174687	1206675	1244983
股本	11970	11970	11970	11970
资本公积	17817	17817	17817	17817
未分配利润	141052	161432	179305	198711
少数股东权益	107354	117767	128812	140768
股东权益合计	302914	334880	365160	397646
负债及权益合计	1399933	1509567	1571836	1642629

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	27388	28420	30378	32798
折旧和摊销	1509	1922	1956	1972
资产减值准备	-95	1072	8032	11
资产处置损失	-16	-7	-10	-9
公允价值变动损失	-246	-260	-221	-238
财务费用	5566	3271	2450	1883
投资损失	-6211	-6332	-6483	-6481
少数股东损益	9802	10414	11045	11956
营运资金的变动	-25935	19425	15563	5400
经营活动产生现金流量	10551	41030	68125	45629
投资活动产生现金流量	-19987	15504	3319	7999
融资活动产生现金流量	34458	11567	-3922	359
现金净变动	24970	68100	67522	53987
现金的期初余额	145290	171384	239485	307007
现金的期末余额	170260	239485	307007	360993

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	285024	312372	334470	354407
营业成本	208631	231984	248102	262740
税金及附加	15685	17190	19577	20124
销售费用	7384	8092	8665	9181
管理费用	5434	5821	6233	6604
研发费用	1436	1377	1397	1390
财务费用	3386	3271	2450	1883
其他收益	186	175	179	178
投资收益	6211	6332	6483	6481
公允价值变动收益	246	260	221	238
信用减值损失	-153	-94	-118	-109
资产减值损失	95	156	251	193
资产处置收益	16	7	10	9
营业利润	49670	51471	55072	59474
营业外收入	512	477	489	485
营业外支出	147	143	144	144
利润总额	50035	51805	55416	59815
所得税	12845	12972	13993	15062
净利润	37189	38833	41423	44754
少数股东损益	9802	10414	11045	11956
归属母公司净利润	27388	28420	30378	32798
EPS(元)	2.29	2.37	2.54	2.74

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	17.2%	9.6%	7.1%	6.0%
营业利润增长率	-5.0%	3.6%	7.0%	8.0%
归母净利润增长率	-5.4%	3.8%	6.9%	8.0%
盈利能力				
毛利率	26.8%	25.7%	25.8%	25.9%
净利率	13.0%	12.4%	12.4%	12.6%
ROE	14.0%	13.1%	12.9%	12.8%
偿债能力				
资产负债率	78.4%	77.8%	76.8%	75.8%
流动比率	1.52	1.56	1.60	1.63
速动比率	0.53	0.61	0.68	0.74
营运能力				
资产周转率	21.5%	21.5%	21.7%	22.1%
应收帐款周转率	9621%	9061%	9051%	8974%
存货周转率	26.8%	28.2%	29.7%	31.4%
每股资料(元)				
每股收益	2.29	2.37	2.54	2.74
每股经营现金	0.88	3.43	5.69	3.81
每股净资产	16.34	18.14	19.74	21.46
估值比率(倍)				
PE	6.7	6.5	6.0	5.6
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn