

保利发展 (600048. SH)

销售优于行业，三季度业绩承压

买入

核心观点

三季度业绩承压，累计归母净利同降 3.6%。2022 前三季度公司实现收入 1564 亿元，同比增长 13.0%；实现归母净利润 131 亿元，同比下降 3.6。三季度公司实现收入 457 亿元，同比下降 5.8%；实现归母净利润 23 亿元，同比下降 31.0%。受行业整体下行和结算结构影响，前三季度公司毛利率为 24.5%，较去年同期下降 5.3pct，与行业整体利润率下行趋势保持一致。

销售表现稳定，聚焦核心城市。2022 年 1-9 月公司实现销售额 3201 亿元，同比下降 22.0%；实现销售面积 1921 万平方米，同比下降 24.5%，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，且 9 月单月销售同比已经转正。前三季度公司新拓展项目 70 个，新增容积率面积 771 万平方米，总拓展成本 1235 亿元，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%。

财务表现优秀。截至 2022 三季度末，公司净负债率 73%，剔除应收账款后的资产负债率 66%，现金短债比 1.8，“三道红线”指标处于绿档。前三季度公司实现回笼金额 2939 亿元，回笼率为 91.8%。

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：公司作为央企龙头，经营稳健、融资优势显著，有望率先从行业低迷中脱颖而出。公司三季度业绩承压，四季度作为传统的结转高峰，公司全年业绩有望回正。预计公司 22-23 年的归母净利润分别为 274、283 亿元，对应最新股本的 EPS 为 2.29、2.37 元，对应最新股价的 PE 为 6.7、6.5X，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	27408	28345	30743
(+/-%)	3.5%	-5.4%	0.1%	3.4%	8.5%
每股收益(元)	2.42	2.29	2.29	2.37	2.57
EBIT Margin	19.9%	16.3%	16.5%	16.0%	15.8%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	14.0%	12.8%	12.1%	12.0%
市盈率 (PE)	6.3	6.7	6.7	6.5	6.0
EV/EBITDA	23.6	26.8	26.8	28.3	27.9
市净率 (PB)	1.02	0.94	0.85	0.78	0.72

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

证券分析师：王静

021-60893314

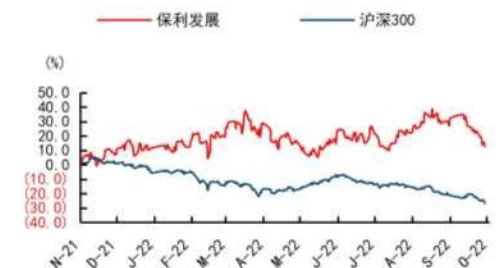
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.33 元
总市值/流通市值	183500/183500 百万元
52 周最高价/最低价	19.88/12.03 元
近 3 个月日均成交额	1278.07 百万元

市场走势



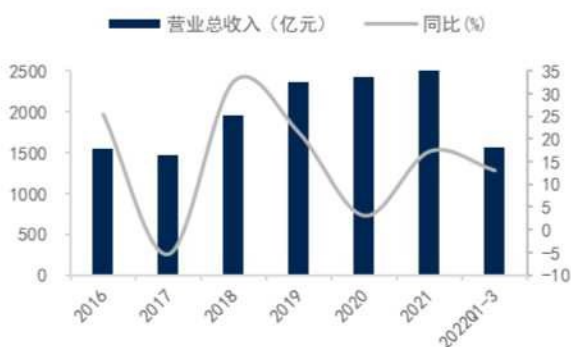
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《保利发展(600048.SH)-持续稳健经营，积极应对挑战》——2022-09-05
- 《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

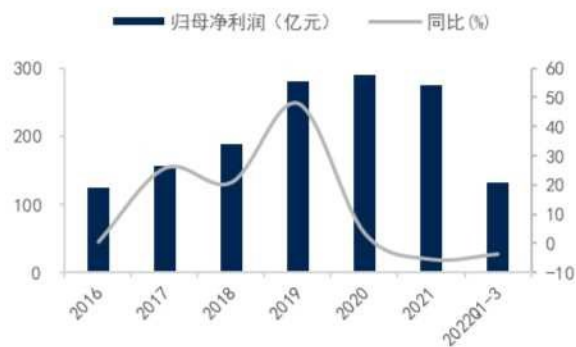
三季度业绩承压，累计归母净利润同降 3.6%。2022 前三季度公司实现收入 1564 亿元，同比增长 13.0%；实现归母净利润 131 亿元，同比下降 3.6。三季度公司实现收入 457 亿元，同比下降 5.8%；实现归母净利润 23 亿元，同比下降 31.0%。受行业整体下行和结算结构影响，前三季度公司毛利率为 24.5%，较去年同期下降 5.3pct，与行业整体利润率下行趋势保持一致。

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

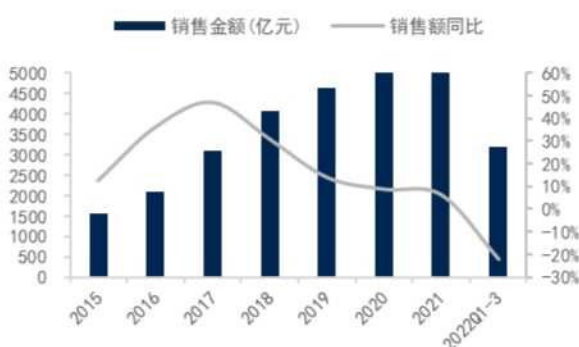
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

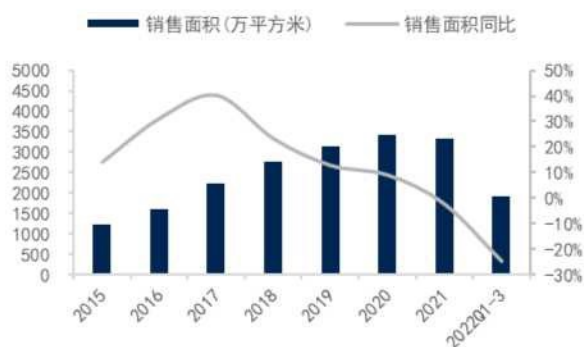
销售表现稳定，聚焦核心城市。2022 年 1-9 月公司实现销售额 3201 亿元，同比下降 22.0%；实现销售面积 1921 万平方米，同比下降 24.5%，虽然受市场下行影响销售规模出现下降，但表现仍优于行业平均水平，且 9 月单月销售同比已经转正。前三季度公司新拓展项目 70 个，新增容积率面积 771 万平方米，总拓展成本 1235 亿元，重点聚焦长三角、珠三角、海西等深耕城市群的核心城市及区位，38 个核心城市拓展金额占比 90%，上海、厦门、广州三个核心城市合计占比超过 45%。

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 三季度末，公司净负债率 73%，剔除应收账款后的资产负债率 66%，现金短债比 1.8，“三道红线”指标处于绿档。前三季度公司实现回笼金额 2939 亿元，回笼率为 91.8%。

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：公司作为央企龙头，经营稳健、融资优势显著，有望率先从行业低迷中脱颖而出。公司三季度业绩承压，四季度作为传统的结转高峰，公司全年业绩有望回正。预计公司 22-23 年的归母净利润分别为 274、283 亿元，对应最新股本的 EPS 为 2.29、2.37 元，对应最新股价的 PE 为 6.7、6.5X，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	233435	255144	276453
存货净额	741475	809656	928478	1052746	1119856	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	1427464	1607762	1717679	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	3478	4932	4776
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	1594688	1791275	1918671	其他收入	509	(1197)	(1603)	(1778)	(1921)
短期借款及交易性金融负债	64576	64668	122489	159142	179557	营业利润	52265	49670	49463	51155	55483
应付款项	151483	139597	177015	199747	206488	营业外净收支	273	365	0	0	0
其他流动负债	535699	614552	676594	771682	827469	利润总额	52538	50035	49463	51155	55483
流动负债合计	751758	818817	976099	1130572	1213514	所得税费用	12490	12845	12366	12789	13871
长期借款及应付债券	232227	273523	283523	298523	313523	少数股东损益	11100	9802	9690	10021	10869
其他长期负债	752	4678	6183	6441	6766	归属于母公司净利润	28948	27388	27408	28345	30743
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	1265805	1435536	1533803	净利润	28948	27388	27408	28345	30743
少数股东权益	86407	107354	114136	121151	128759	资产减值准备	(1897)	755	3	7	8
股东权益	180231	195561	214746	234588	256108	折旧摊销	1176	1394	1160	1199	1222
负债和股东权益总计	1251375	1399933	1594688	1791275	1918671	公允价值变动损失	796	(152)	(15)	(15)	0
						财务费用	3160	3386	3478	4932	4776
						营运资本变动	(44962)	(25762)	(57254)	(40275)	(27597)
						其它	1864	(3902)	6780	7008	7601
						经营活动现金流	(14074)	(280)	(21919)	(3731)	11977
						资本开支	0	(5894)	(247)	(289)	(286)
						其它投资现金流	(434)	383	0	0	0
						投资活动现金流	(13938)	(28050)	(15780)	(17481)	(18708)
						权益性融资	(40)	21338	0	0	0
						负债净变化	35088	24743	10000	15000	15000
						支付股利、利息	(29035)	(36184)	(8222)	(8504)	(9223)
						其它融资现金流	22535	55250	57821	36653	20414
						融资活动现金流	34601	53707	59599	43149	26191
						现金净变动	6588	25377	21900	21937	19461
						货币资金的期初余额	139419	146008	171384	193284	215221
						货币资金的期末余额	146008	171384	193284	215221	234682
						企业自由现金流	0	4266	(16649)	2686	18532
						权益自由现金流	0	84260	48564	50641	50364

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