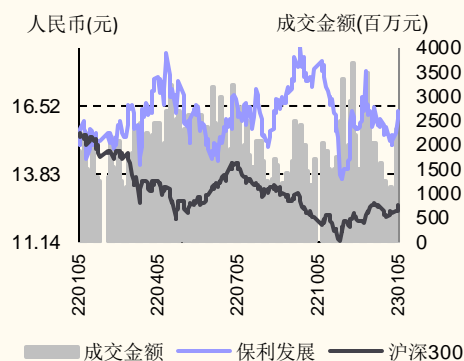


市场价格 (人民币): 16.36 元

## 业绩短期探底, 销售持续复苏

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	119.70
已上市流通 A 股(亿股)	119.70
总市值(亿元)	1,958.36
年内股价最高最低(元)	18.85/13.61
沪深 300 指数	3969
上证指数	3155



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,208	285,024	281,111	313,553	342,561
营业收入增长率	3.06%	17.19%	-1.37%	11.54%	9.25%
归母净利润(百万元)	28,948	27,388	18,303	22,476	26,978
归母净利润增长率	3.54%	-5.39%	-33.17%	22.80%	20.03%
摊薄每股收益(元)	2.419	2.288	1.529	1.878	2.254
每股经营性现金流净额	1.17	0.88	0.19	0.35	0.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.06%	14.00%	8.75%	9.94%	10.95%
P/E	6.54	6.83	10.70	8.71	7.26
P/B	1.05	0.96	0.94	0.87	0.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2023年1月5日, 保利发展发布2022年业绩快报。2022年全年实现营业收入2811亿元, 同比-1.37%; 归母净利润183亿元, 同比-33.17%。2022年第四季度实现营业收入1247亿元, 同比-14.94%; 归母净利润52亿元, 同比-62.26%。

## 点评

- 营收基本平稳, 利润承压下行。**公司全年稳步推进竣工交付工作, 结转收入与去年基本持平。而归母净利润同比下滑幅度较大(尤其是四季度单季), 主要原因是在行业整体下行背景下, 项目结转毛利率、权益比例、合联营项目投资收益等均有所下滑。
- 销售排名跻身行业第二, 单月销售持续恢复。**据克而瑞数据, 公司2022年1-12月实现全口径销售金额4573亿元, 同比-15%, 降幅小于TOP10房企整体-20%的水平, 销售排名升至第2(2021年为行业第4); 12月单月销售金额超过500亿元, 居行业榜首, 单月同环比增幅均超过40%。公司优质货量充足, 预计2023年销售能持续复苏。
- 积极错峰拿地, 投资聚焦核心城市。**公司把握2021年下半年至今的拿地窗口期, 保持合理拿地强度, 错峰补充利润好、流动性高的优质项目。全年权益投资金额居行业第三, 仅次于华润置地和中海地产; 聚焦在上海、广州、厦门等38个核心城市拿地。
- 财务结构安全稳健, 融资渠道畅通。**公司三道红线长期稳居绿档, 2022年公开市场发行22笔公司债、中期票据合计263亿元, 票面利率在2.30%-3.51%之间; 其中在房企融资困难的四季度发行65亿元, 且票面利率均在2.80%以下。

## 投资建议

- 2022年业绩快报整体不及预期, 处于探底阶段, 后续随着优质项目入市结转, 预计业绩将企稳回升。我们下调公司盈利预测, 将2022-24年归母净利润从301.8亿元、345.3亿元和410.8亿元调整为183.0亿元、224.8亿元和269.8亿元, 调整后增速分别为-33.2%、22.8%和20.0%。当前股价对应2022-24年PE分别为10.7x、8.7x和7.3x, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳; 市场信心持续走低; 毛利率持续下滑

## 相关报告

- 《销售持续恢复, 业绩增长有保障-保利发展三季报点评》, 2022.10.30
- 《经营业绩稳健增长, 融资能力行业领先-保利发展点评》, 2022.8.29
- 《结转营收超预期, 错峰拿地稳增长-保利发展业绩预告点评》, 2022.7.15
- 《营收利润维持增长, 稳健经营致长远-保利发展业绩点评》, 2022.4.30
- 《行业头部央企, 经营业绩稳健-保利发展年报点评》, 2022.4.18

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001  
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人  
wangyixin@gjzq.com.cn

方鹏 联系人  
fang\_peng@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	235,981	243,208	285,024	281,111	313,553	342,561	货币资金	139,419	146,008	171,384	185,429	204,130	229,429
增长率		3.1%	17.2%	-1.4%	11.5%	9.3%	应收账款	134,970	155,697	161,042	157,122	171,812	184,035
主营业务成本	-153,450	-163,951	-208,631	-213,569	-235,955	-253,577	存货	584,001	741,475	809,656	858,408	909,993	958,301
%销售收入	65.0%	67.4%	73.2%	76.0%	75.3%	74.0%	其他流动资产	79,023	94,838	105,957	114,002	122,472	130,048
毛利	82,531	79,257	76,393	67,542	77,598	88,983	流动资产	937,414	1,138,017	1,248,040	1,314,961	1,408,407	1,501,813
%销售收入	35.0%	32.6%	26.8%	24.0%	24.7%	26.0%	%总资产	90.7%	90.9%	89.1%	89.2%	89.3%	89.4%
营业税金及附加	-21,841	-18,495	-15,685	-16,867	-18,813	-20,554	长期投资	81,666	96,443	125,562	133,046	141,041	149,585
%销售收入	9.3%	7.6%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	固定资产	7,967	8,205	11,846	12,412	13,031	13,709
销售费用	-6,681	-6,877	-7,384	-6,860	-7,546	-8,300	%总资产	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
%销售收入	2.8%	2.8%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	970	1,056	969	1,086	1,199	1,308
管理费用	-4,233	-4,315	-5,434	-5,488	-6,037	-6,640	非流动资产	95,795	113,357	151,893	160,035	168,753	178,168
%销售收入	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	%总资产	9.3%	9.1%	10.9%	10.8%	10.7%	10.6%
研发费用	-56	-1,260	-1,436	-1,124	-1,254	-1,370	<b>资产总计</b>	<b>1,033,209</b>	<b>1,251,375</b>	<b>1,399,933</b>	<b>1,474,997</b>	<b>1,577,161</b>	<b>1,679,981</b>
%销售收入	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	66,459	64,576	64,668	66,632	69,964	73,462
息税前利润 (EBIT)	49,721	48,309	46,455	37,203	43,948	52,119	应付款项	213,211	292,004	287,011	297,105	308,242	323,892
%销售收入	21.1%	19.9%	16.3%	13.2%	14.0%	15.2%	其他流动负债	320,030	395,178	467,138	482,617	514,663	534,104
财务费用	-2,582	-3,160	-3,386	-5,729	-6,161	-6,625	流动负债	599,700	751,758	818,817	846,354	892,869	931,459
%销售收入	1.1%	1.3%	1.2%	2.0%	2.0%	1.9%	长期贷款	172,072	207,160	231,904	255,094	280,603	308,664
资产减值损失	-1,202	779	-58	-1,720	-560	-217	其他长期负债	31,914	25,819	46,298	49,101	52,800	57,232
公允价值变动收益	713	53	246	0	0	0	<b>负债</b>	<b>803,687</b>	<b>984,737</b>	<b>1,097,019</b>	<b>1,150,549</b>	<b>1,226,272</b>	<b>1,297,354</b>
投资收益	3,702	6,141	6,211	4,969	5,466	6,012	<b>普通股股东权益</b>	<b>156,022</b>	<b>180,231</b>	<b>195,561</b>	<b>209,290</b>	<b>226,147</b>	<b>246,381</b>
%税前利润	7.3%	11.7%	12.4%	14.1%	12.7%	11.6%	其中：股本	11,933	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970
营业利润	50,402	52,265	49,670	34,723	42,693	51,289	未分配利润	106,308	124,468	141,052	154,779	171,636	191,869
营业利润率	21.4%	21.5%	17.4%	12.4%	13.6%	15.0%	少数股东权益	73,500	86,407	107,354	115,158	124,742	136,246
营业外收支	128	273	365	401	441	486	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,033,209</b>	<b>1,251,375</b>	<b>1,399,933</b>	<b>1,474,997</b>	<b>1,577,161</b>	<b>1,679,981</b>
税前利润	50,531	52,538	50,035	35,124	43,134	51,774	<b>比率分析</b>						
利润率	21.4%	21.6%	17.6%	12.5%	13.8%	15.1%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-12,977	-12,490	-12,845	-9,018	-11,074	-13,292	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.7%	23.8%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	每股收益	2.343	2.419	2.288	1.529	1.878	2.254
净利润	37,554	40,048	37,189	26,107	32,060	38,482	每股净资产	13.075	15.060	16.337	17.484	18.892	20.582
少数股东损益	9,595	11,100	9,802	7,804	9,584	11,504	每股经营现金净流	3.187	1.171	0.881	0.193	0.351	0.780
归属于母公司的净利润	27,959	28,948	27,388	18,303	22,476	26,978	每股股利	0.820	0.730	0.580	0.382	0.469	0.563
净利率	11.8%	11.9%	9.6%	6.5%	7.2%	7.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	17.92%	16.06%	14.00%	8.75%	9.94%	10.95%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	2.71%	2.31%	1.96%	1.24%	1.43%	1.61%
净利润	37,554	40,048	37,189	26,107	32,060	38,482	投入资本收益率	7.39%	6.53%	5.38%	3.99%	4.34%	4.72%
少数股东损益	9,595	11,100	9,802	7,804	9,584	11,504	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,340	-624	2,163	2,584	1,478	1,194	主营业务收入增长率	21.29%	3.06%	17.19%	-1.37%	11.54%	9.25%
非经营收益	-1,061	-3,347	-2,866	2,670	2,790	2,890	EBIT增长率	32.08%	-2.84%	-3.84%	-19.92%	18.13%	18.59%
营运资金变动	202	-22,067	-25,935	-29,049	-32,122	-33,232	净利润增长率	47.90%	3.54%	-5.39%	-33.17%	22.80%	20.03%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>38,034</b>	<b>14,010</b>	<b>10,551</b>	<b>2,311</b>	<b>4,206</b>	<b>9,334</b>	总资产增长率	22.06%	21.12%	11.87%	5.36%	6.93%	6.52%
资本开支	-267	621	-135	-934	-1,009	-1,089	<b>资产管理能力</b>						
投资	-11,760	-9,039	-18,677	-7,484	-7,995	-8,544	应收账款周转天数	3.0	3.2	3.6	4.0	4.0	4.0
其他	1,529	1,490	-1,174	4,969	5,466	6,012	存货周转天数	1,258.9	1,475.4	1,356.9	1,470.0	1,411.2	1,383.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-10,498</b>	<b>-6,927</b>	<b>-19,987</b>	<b>-3,449</b>	<b>-3,538</b>	<b>-3,621</b>	应付账款周转天数	180.0	269.3	233.3	230.0	218.5	207.6
股权募资	18,042	7,929	21,338	2	0	0	固定资产周转天数	11.6	11.5	14.4	15.3	14.4	13.9
债权募资	4,129	20,030	53,263	29,262	33,419	36,595	<b>偿债能力</b>						
其他	-25,006	-29,837	-40,144	-12,802	-14,507	-16,405	净负债/股东权益	56.76%	56.25%	54.99%	56.05%	56.02%	54.32%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,835</b>	<b>-1,878</b>	<b>34,458</b>	<b>16,462</b>	<b>18,912</b>	<b>20,190</b>	EBIT利息保障倍数	19.3	15.3	13.7	6.5	7.1	7.9
<b>现金净流量</b>	<b>24,777</b>	<b>5,165</b>	<b>24,970</b>	<b>15,325</b>	<b>19,580</b>	<b>25,903</b>	资产负债率	77.79%	78.69%	78.36%	78.00%	77.75%	77.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	23	60	114	177	356
增持	2	4	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.08	1.06	1.04	1.04	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

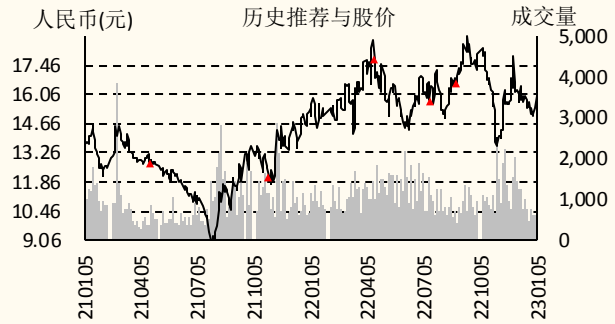
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-20	买入	14.57	21.36 ~ 21.36
2	2021-10-29	买入	12.93	21.36 ~ 21.36
3	2022-01-09	买入	16.15	19.60 ~ 19.60
4	2022-04-18	买入	19.32	21.81
5	2022-04-30	买入	18.12	21.81
6	2022-07-15	买入	16.62	21.81
7	2022-08-29	买入	16.68	21.81
8	2022-10-30	买入	15.33	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402