

保利发展 (600048.SH)

低毛利项目拉低业绩，高价土储逐步释放

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 房地产 · 房地产开发

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师:	任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040006
证券分析师:	王粤雷	0755-81981019	wangyuelei@guosen.com.cn	执证编码: S0980520030001
证券分析师:	王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	执证编码: S0980522100002

事项:

1月5日,公司发布2022年业绩快报,预计2022年公司将实现营业收入2811亿元,同比-1.4%;实现归母净利润183亿元,同比-33.2%。

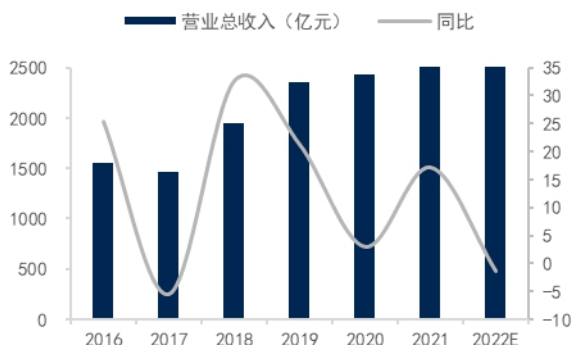
国信地产观点: 1) 受项目结转毛利率、权益比例等下降的影响,公司2022年实现归母净利润183亿元,同比-33.2%,此次公司业绩下探充分释放风险,随着后续优质项目的大量结转,预计公司业绩水平有望提升; 2) 公司销售表现优于行业平均水平,本年销售额排名行业第2,且单月销售持续修复,随着经济的修复及需求端政策的不断放松,预计2023年公司的销售表现仍将维持较好的态势; 3) 公司积极响应政策,拟定增募集不超过125亿元用于14个项目的建设,将有效改善负债结构,提升公司的抗风险能力; 4) 公司作为经营稳健的央企龙头,业绩短期探底不改公司优质的基本面,我们看好公司长期价值,维持“买入”评级。

评论:

◆ 受行业下行影响业绩探底

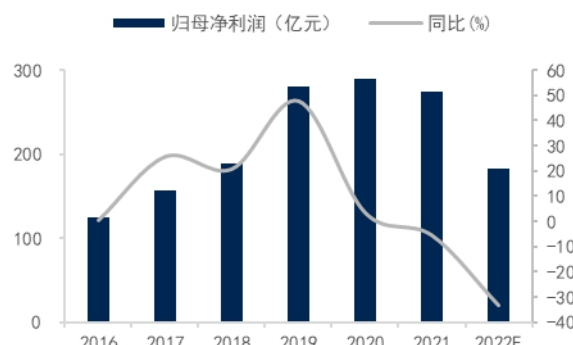
1月5日,公司发布2022年业绩快报,预计2022年公司将实现营业收入2811亿元,同比-1.4%;实现归母净利润183亿元,同比-33.2%。在行业整体下行的背景下,2022年公司收入保持基本平稳,业绩下滑主要受项目结转毛利率、权益比例等下降的影响。此次公司业绩下探充分释放风险,随着后续优质项目的大量结转,预计公司业绩水平有望提升。

图1: 公司营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

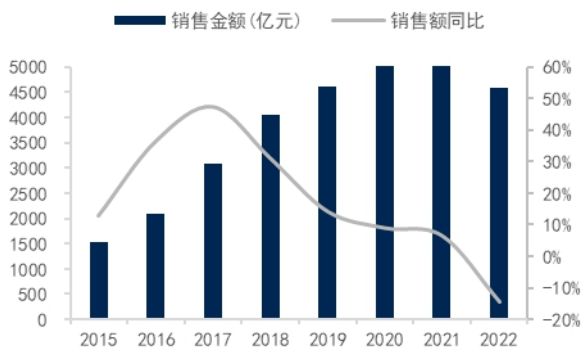
图2: 公司归母净利润收入及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 销售表现优于行业平均水平, 排名提升

根据克而瑞数据，2022 年公司实现销售金额 4573 亿元，同比-14.5%，其中 12 月单月实现销售金额 572 亿元，单月同比+55.8%，单月环比+54.5%；实现销售面积 2753 万平方米，同比-17.4%。公司销售表现优于行业平均水平，本年销售额排名行业第 2，且单月销售持续修复。考虑到公司的优秀的土地储备，随着经济的修复及需求端政策的不断放松，预计 2023 年公司的销售表现仍将维持较好的态势。

图3：公司营业收入及同比增速


资料来源：克而瑞、公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润收入及同比增速


资料来源：克而瑞、公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 积极响应政策，启动融资方案

近日，公司发布公告，拟定增募集不超过 125 亿元，发行价不低于每股净资产，发行不超过 8.19 亿股，用于 14 个项目的建设。在 11 月融资端政策频出后，公司积极相应政策及“保交楼”的号召，迅速启动融资方案，改善负债结构，提升公司的抗风险能力。

表1：公司拟用募集资金投入项目

序号	项目名称	总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
1	广州保利领秀海	669,782	145,000
2	西安保利天汇	558,010	125,000
3	大连保利城	321,844	110,000
4	合肥保利和光熙悦	312,835	90,000
5	中山保利天汇	486,121	85,000
6	南京保利阅云台	485,964	85,000
7	西安保利锦上	311,323	80,000
8	南京保利燕璟和颂	522,964	80,000
9	合肥保利拾光年	255,498	65,000
10	广州保利和悦滨江	333,469	55,000
11	广州保利锦上	256,696	50,000
12	南京保利扬子萃云台	383,332	50,000
13	合肥保利璟悦	151,373	40,000
14	莆田保利建发棠颂和府	416,492	40,000
15	补充流动资金	150,000	150,000
-	总计	5,615,703	1,250,000

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：短期探底不改优质基本面，维持“买入”评级

公司作为经营稳健的央企龙头，业绩短期探底不改公司优质的基本面，我们看好公司长期价值。预计 22-24

年公司归母净利润分别为 183、206、255 亿元，对应 EPS 分别为 1.53、1.72、2.13 元，对应 PE 分别为 10.7、9.5、7.7X，维持“买入”评级。

◆ 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。

相关研究报告：

- 《保利发展（600048.SH）-销售优于行业，三季度业绩承压》——2022-10-31
- 《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年三季度报点评：销售业绩稳增，财务优势明显》——2021-10-31

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	281119	297143	327749
应收款项	155420	160881	166241	177775	191633	营业成本	163951	208631	217249	228206	247450
存货净额	741475	809656	859975	937088	998390	营业税金及附加	18495	15685	16867	19314	22942
其他流动资产	92815	105296	101664	110210	120389	销售费用	6877	7384	6466	6834	7538
流动资产合计	1136226	1247342	1321287	1440418	1545218	管理费用	4315	5434	5329	5632	6211
固定资产	8205	11846	8640	8569	8884	研发费用	1260	1436	1406	1508	1651
无形资产及其他	430	404	389	374	359	财务费用	3160	3386	1927	2129	1633
投资性房地产	33964	45251	45251	45251	45251	投资收益	6141	6211	3219	2634	4212
长期股权投资	72550	95089	110623	127815	146237	资产减值及公允价值变动	(796)	152	(2286)	823	1231
资产总计	1251375	1399933	1486190	1622427	1745949	其他收入	509	(1197)	(1406)	(1508)	(1651)
短期借款及交易性金融负债	64576	64668	87301	114647	141231	营业利润	52265	49670	32809	36977	45767
应付款项	151483	139597	163955	177802	184091	营业外净收支	273	365	213	174	321
其他流动负债	535699	614552	624977	685259	736386	利润总额	52538	50035	33022	37151	46088
流动负债合计	751758	818817	876233	977708	1061708	所得税费用	12490	12845	8255	9288	11522
长期借款及应付债券	232227	273523	283523	298523	313523	少数股东损益	11100	9802	6469	7278	9028
其他长期负债	752	4678	6183	6441	6766	归属于母公司净利润	28948	27388	18297	20585	25537
长期负债合计	232979	278201	289706	304964	320289	现金流量表 (百万元)					
负债合计	984737	1097019	1165939	1282672	1381998	净利润	28948	27388	18297	20585	25537
少数股东权益	86407	107354	111882	116976	123296	资产减值准备	(1897)	755	22	0	(3)
股东权益	180231	195561	208369	222779	240655	折旧摊销	1176	1394	1160	1198	1220
负债和股东权益总计	1251375	1399933	1486190	1622427	1745949	公允价值变动损失	796	(152)	2286	(823)	(1231)
关键财务与估值指标						财务费用	3160	3386	1927	2129	1633
每股收益	2.42	2.29	1.53	1.72	2.13	营运资本变动	(44962)	(25762)	(15735)	(22807)	(27601)
每股红利	2.43	3.02	0.46	0.52	0.64	其它	1864	(3902)	4506	5094	6323
每股净资产	15.06	16.34	17.41	18.61	20.10	经营活动现金流	(14074)	(280)	10536	3248	4246
ROIC	7.40%	6.18%	4%	4%	5%	资本开支	0	(5894)	(247)	(289)	(286)
ROE	16.06%	14.00%	9%	9%	11%	其它投资现金流	(434)	383	0	0	0
毛利率	33%	27%	23%	23%	24%	投资活动现金流	(13938)	(28050)	(15780)	(17481)	(18708)
EBIT Margin	20%	16%	12%	12%	13%	权益性融资	(40)	21338	0	0	0
EBITDA Margin	20%	17%	12%	12%	13%	负债净变化	35088	24743	10000	15000	15000
收入增长	3%	17%	-1%	6%	10%	支付股利、利息	(29035)	(36184)	(5489)	(6176)	(7661)
净利润增长率	4%	-5%	-33%	13%	24%	其它融资现金流	22535	55250	22633	27346	26584
资产负债率	86%	86%	86%	86%	86%	融资活动现金流	34601	53707	27143	36170	33923
股息率	14.8%	18.5%	2.8%	3.2%	3.9%	现金净变动	6588	25377	21900	21937	19461
P/E	6.8	7.2	10.7	9.5	7.7	货币资金的期初余额	139419	146008	171384	193284	215221
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	货币资金的期末余额	146008	171384	193284	215221	234682
EV/EBITDA	23.9	27.0	38.9	40.1	36.5	企业自由现金流	0	4266	10530	4839	4801
						权益自由现金流	0	84260	41717	45588	45160

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中所提及的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