

保利发展 (600048.SH)

业绩表现承压，经营保持稳健

买入

核心观点

业绩承压，充分释放风险。2022年公司实现收入2811亿元，同比下降1.4%；实现归母净利润183亿元，同比下降33.0%。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，以及受投资收益下降、计提减值等影响。本年公司毛利率为22.0%，同比下降4.79pct。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。

销售优于行业，投资保持定力。2022年公司实现销售面积2748万平方米，同比下降17.6%，实现销售金额4573亿元，同比下降14.5%，销售签约金额同比降幅分别优于行业、百强房企12.19、27.79个百分点，市场排名升至行业第二，市场占有率为3.4%，连续7年提升。公司始终聚焦核心城市，重点38城销售贡献为86%，同比提升8个百分点。公司投资方面保持定力，全年新拓展项目91个、总地价为1613亿元，同比下降13%，拓展容积率面积1054万平方米。

财务稳健，负债结构良好。截至2022年末，公司净负债率63.6%，剔除应收账款后的资产负债率68.4%，现金短债比1.57，“三道红线”指标处于绿档。公司融资成本优势明显，发行利率多次为同期同行最低，直接融资平均融资成本2.88%。公司债务期限结构合理，一年内到期的债务占有息负债比重为21%；偿债能力突出，流动比率为1.54。公司已连续5年实现经营性现金流净额为正，年内实现经营性现金流净额74亿元，5年累计超842亿元。

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23-24年公司归母净利润分别为204、230亿元，对应EPS分别为1.70、1.92元，对应PE分别为8.5、7.5X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285,024	281,108	316,247	347,239	377,102
(+/-%)	17.2%	-1.4%	12.5%	9.8%	8.6%
净利润(百万元)	27388	18347	20395	23005	27163
(+/-%)	-5.4%	-33.0%	11.2%	12.8%	18.1%
每股收益(元)	2.29	1.53	1.70	1.92	2.27
EBIT Margin	16.3%	12.5%	13.4%	13.1%	13.6%
净资产收益率(ROE)	14.0%	9.3%	9.7%	10.2%	11.1%
市盈率(PE)	6.3	9.4	8.5	7.5	6.4
EV/EBITDA	26.5	35.9	34.2	34.3	33.0
市净率(PB)	0.88	0.88	0.82	0.76	0.70

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：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.41元
总市值/流通市值	172494/172494百万元
52周最高价/最低价	19.88/12.88元
近3个月日均成交额	1014.52百万元

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)-1月销售同比转正，显著优于行业》——2023-02-15
- 《保利发展(600048.SH)-低毛利项目拉低业绩，高价土储逐步释放》——2023-01-06
- 《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

业绩承压，充分释放风险。2022 年公司实现收入 2811 亿元，同比下降 1.4%；实现归母净利润 183 亿元，同比下降 33.0%。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，以及受投资收益下降、计提减值等影响。本年公司毛利率为 22.0%，同比下降 4.79pct。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

销售优于行业，投资保持定力。2022 年公司实现销售面积 2748 万平方米，同比下降 17.6%，实现销售金额 4573 亿元，同比下降 14.5%，销售签约金额同比降幅分别优于行业、百强房企 12.19、27.79 个百分点，市场排名升至行业第二，市场占有率为 3.4%，连续 7 年提升。公司始终聚焦核心城市，重点 38 城销售贡献为 86%，同比提升 8 个百分点。公司投资方面保持定力，全年新拓展项目 91 个、总地价为 1613 亿元，同比下降 13%，拓展容积率面积 1054 万平方米。

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

财务稳健，负债结构良好。截至 2022 年末，公司净负债率 63.6%，剔除应收账款后的资产负债率 68.4%，现金短债比 1.57，“三道红线”指标处于绿档。公司融资成本优势明显，发行利率多次为同期同行最低，直接融资平均融资成本 2.88%。公司债务期限结构合理，一年内到期的债务占有息负债比重为 21%；偿债能力突

出，流动比率为 1.54。公司已连续 5 年实现经营性现金流净额为正，年内实现经营性现金流净额 74 亿元，5 年累计超 842 亿元。

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 23-24 年公司归母净利润分别为 204、230 亿元，对应 EPS 分别为 1.70、1.92 元，对应 PE 分别为 8.5、7.5X，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）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	171384	176537	193284	215221	234682	营业收入	285024	281108	316247	347239	377102
应收款项	160881	161463	187415	200409	219241	营业成本	208631	219228	244396	269457	291122
存货净额	809656	877893	990187	1068237	1166314	营业税金及附加	15685	13121	14547	15973	16970
其他流动资产	105296	84357	110807	118050	124498	销售费用	7384	7530	7274	7986	8673
流动资产合计	1247342	1300401	1481843	1602067	1744886	管理费用	5434	4744	5992	6578	7142
固定资产	11846	10718	7794	7712	7979	研发费用	1436	1238	1581	1672	1787
无形资产及其他	404	371	357	343	329	财务费用	3386	3686	3181	3609	3336
投资性房地产	45251	52725	52725	52725	52725	投资收益	6211	4201	3219	2634	4212
长期股权投资	95089	106250	121984	138462	152920	资产减值及公允价值变动	152	1014	(2286)	823	1231
资产总计	1399933	1470464	1664704	1801310	1958839	其他收入	(1197)	(3320)	(1581)	(1672)	(1787)
短期借款及交易性金融负债	64668	81145	107956	140926	177046	营业利润	49670	34693	40209	45421	53514
应付款项	139597	162704	186149	194504	215952	营业外净收支	365	607	213	174	321
其他流动负债	614552	598432	709394	765480	821854	利润总额	50035	35301	40422	45595	53835
流动负债合计	818817	842280	1003499	1100910	1214851	所得税费用	12845	8290	10105	11399	13459
长期借款及应付债券	273523	300199	310199	325199	340199	少数股东损益	9802	8664	9921	11191	13213
其他长期负债	4678	5794	7593	7851	8176	归属于母公司净利润	27388	18347	20395	23005	27163
长期负债合计	278201	305992	317792	333050	348375	现金流量表（百万元）					
负债合计	1097019	1148273	1321291	1433960	1563226	净利润	27388	18347	20395	23005	27163
少数股东权益	107354	125927	132872	140706	149955	资产减值准备	755	1250	(272)	(1)	33
股东权益	195561	196264	210541	226645	245659	折旧摊销	1394	1524	1171	1209	1231
负债和股东权益总计	1399933	1470464	1664704	1801310	1958839	公允价值变动损失	(152)	(1014)	2286	(823)	(1231)
关键财务与估值指标						财务费用	3386	3686	3181	3609	3336
每股收益	2.29	1.53	1.70	1.92	2.27	营运资本变动	(25762)	(46002)	(28761)	(33589)	(45179)
每股红利	3.02	2.61	0.51	0.58	0.68	其它	(3902)	(7328)	7217	7835	9217
每股净资产	16.34	16.40	17.59	18.93	20.52	经营活动现金流	(280)	(33223)	2036	(2364)	(8767)
ROIC	6.18%	4.23%	5%	5%	5%	资本开支	0	(2609)	(247)	(289)	(286)
ROE	14.00%	9.35%	10%	10%	11%	其它投资现金流	383	(26)	0	0	0
毛利率	27%	22%	23%	22%	23%	投资活动现金流	(22156)	(13795)	(15981)	(16767)	(14744)
EBIT Margin	16%	13%	13%	13%	14%	权益性融资	(53)	2674	0	0	0
EBITDA Margin	17%	13%	14%	13%	14%	负债净变化	24743	10579	10000	15000	15000
收入增长	17%	-1%	12%	10%	9%	支付股利、利息	(36184)	(31216)	(6119)	(6902)	(8149)
净利润增长率	-5%	-33%	11%	13%	18%	其它融资现金流	70747	90771	26811	32970	36120
资产负债率	86%	87%	87%	87%	87%	融资活动现金流	47813	52170	30693	41068	42971
股息率	21.0%	18.1%	3.5%	4.0%	4.7%	现金净变动	25377	5153	16747	21937	19461
P/E	6.3	9.4	8.5	7.5	6.4	货币资金的期初余额	146008	171384	176537	193284	215221
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	货币资金的期末余额	171384	176537	193284	215221	234682
EV/EBITDA	26.5	35.9	34.2	34.3	33.0	企业自由现金流	0	(20117)	4006	1510	(5679)
						权益自由现金流	0	81233	38431	46774	42939

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。本报告仅供我公司客户使用，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