

## 公司研究

## 业绩压力加速释放，稳健经营蓄势反弹

## ——保利发展（600048.SH）2022年业绩快报点评

## 要点

**事件：**1月6日，公司发布《2022年度业绩快报公告》，2022年预计实现营收2811亿元，同比减少1.4%；归母净利润183亿元，同比下降33.2%。

**点评：**营收保持平稳，结转毛利率、权益比例下降等因素影响归母净利润，业绩承压事实落地，经营保持稳健，看好后期经营和业绩表现在业内率先反弹。

**业绩承压事实落地，加速未来业绩回升：**22年公司预计实现营收2811亿元，同比减少1.4%，其中单四季度预计实现营收1247亿元，同比减少14.9%，22年全年营收整体表现平稳，单四季度营收同比下滑明显，主要因四季度末疫情影响加大，对公司竣工和交付冲击更加明显。从利润端看，22年公司预计实现营业利润346.8亿元，同比减少30.2%，归母净利润183.0亿元，同比减少33.2%；单四季度，公司预计实现营业利润103.3亿元，同比减少58.3%，归母净利润52.1亿元，同比减少62.3%；公司单四季度利润下滑略超我们预期，归母净利润下滑原因主要因2019-2021年行业拿地竞争激烈，公司拿地成本较高，且扩大了合作项目规模，上述年份拿地项目于22年陆续进入交付结算阶段，毛利率下滑明显，前期合作项目增加亦降低了结算时的权益比例，预计对22-23年归母净利润影响明显，随着低毛利项目加速出清，23年业绩有望加快企稳回升。

**经营保持稳健，平稳穿越周期：**销售端，据克而瑞数据，公司2022年全口径销售额为4573亿元，同比减少15.1%，优于TOP20房企的整体同比增速-36.0%，整体去化能力保持较好。拿地端，22年前11月，公司累计拿地金额1462亿，其中于一线城市投资金额占比34%，强二线城市投资金额占比45%，具体来看，于上海拿地总价281亿元，于合肥、广州、厦门、南京等重点城市拿地总价皆超百亿元；进入22年下半年，公司拿地力度回升明显，推进城市深耕和布局优化，重点布局核心一二线城市，奠定后期销售市占率和业绩提升的基础。

**“三支箭”使用顺畅，资金实力强劲：**公司22年前三季度应付债券同比增长45%，单三季度直接融资利率在2.7%~3.4%之间，叠加22年12月末披露125亿元定增计划，现金流将进一步补强，利息成本持续降低，助力经营发展和业绩提升。

**盈利预测、估值与评级：**受公司结算进度放缓和结算毛利率下滑等因素影响，我们下调公司22-24年归母净利润预测分别为186.6亿元（下调34.3%）、235.1亿元（下调21.0%）、254.5亿元（下调21.6%）；当前股价对应22-24年PE估值为10.2倍、8.1倍、7.4倍。我们认为公司销售稳健，土储充裕，资金实力强劲，央企品牌美誉度高，盈利能力于行业加速出清及低毛利项目加速结算后有望迎来修复，看好公司作为行业龙头的未来发展空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售、拿地不及预期，开工、交付不及预期，行业下行超预期等风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	243,208	285,024	281,697	309,655	291,871
营业收入增长率	3.06%	17.19%	-1.17%	9.92%	-5.74%
净利润（百万元）	28,948	27,388	18,665	23,513	25,453
净利润增长率	3.54%	-5.39%	-31.85%	25.97%	8.25%
EPS（元）	2.42	2.29	1.56	1.96	2.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.06%	14.00%	9.00%	10.40%	10.36%
P/E	6.5	6.9	10.2	8.1	7.4
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-09

## 买入（维持）

当前价：15.84元

## 作者

分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人：庄晓波

021-52523416

zhuangxiaobo@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	119.70
总市值(亿元):	1896.12
一年最低/最高(元):	12.88/19.20
近3月换手率:	53.11%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.08	-21.39	13.33
绝对	-3.71	-13.54	-0.43

资料来源：Wind

## 相关研报

经营表现行业领先，定增提升综合实力——保利发展（600048.SH）动态跟踪（2023-01-03）  
前三季营收保持增势，Q3经营表现积极——保利发展（600048.SH）2022年三季报点评（2022-10-31）

收入与利润保持增长趋势，聚焦核心城市经营稳健——保利发展（600048.SH）2022年中报点评（2022-09-04）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	243,208	285,024	281,697	309,655	291,871
营业成本	163,951	208,631	217,035	237,241	217,470
折旧和摊销	1,310	2,105	2,465	2,825	3,172
税金及附加	18,495	15,685	12,935	13,677	15,309
销售费用	6,877	7,384	7,270	7,741	7,268
管理费用	4,315	5,434	5,342	5,842	5,360
研发费用	1,260	1,436	1,419	1,560	1,470
财务费用	3,160	3,386	3,347	3,679	3,468
投资收益	6,141	6,211	3,106	4,348	5,652
营业利润	52,265	49,670	37,321	44,827	47,607
利润总额	52,538	50,035	37,321	44,827	47,607
所得税	12,490	12,845	9,254	11,237	11,758
净利润	40,048	37,189	28,067	33,590	35,849
少数股东损益	11,100	9,802	9,403	10,077	10,396
归属母公司净利润	28,948	27,388	18,665	23,513	25,453
EPS(元)	2.42	2.29	1.56	1.96	2.13

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	15,150	10,551	-10,775	15,334	12,766
净利润	28,948	27,388	18,665	23,513	25,453
折旧摊销	1,310	2,105	2,465	2,825	3,172
净营运资金增加	41,057	45,163	38,335	35,604	12,061
其他	-56,164	-64,105	-70,241	-46,607	-27,919
投资活动产生现金流	-6,927	-19,987	-11,668	-19,658	-21,231
净资本支出	621	-135	-350	-350	-350
长期投资变化	-13,504	-22,539	-11,118	-19,957	-22,543
其他资产变化	5,955	2,688	-200	648	1,662
融资活动现金流	-1,878	34,458	17,824	20,875	16,263
股本变化	35	2	0	0	0
债务净变化	26,754	41,388	28,082	29,206	25,618
无息负债变化	154,297	70,893	-8,837	47,065	-19,735
净现金流	6,306	24,970	-4,620	16,551	7,798

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.6%	26.8%	23.0%	23.4%	25.5%
EBITDA 率	20.1%	16.9%	14.5%	15.0%	16.6%
EBIT 率	19.6%	16.3%	13.6%	14.1%	15.5%
税前净利润率	21.6%	17.6%	13.2%	14.5%	16.3%
归母净利润率	11.9%	9.6%	6.6%	7.6%	8.7%
ROA	3.2%	2.7%	1.9%	2.2%	2.3%
ROE (摊薄)	16.1%	14.0%	9.0%	10.4%	10.4%
经营性 ROIC	7.8%	6.8%	5.2%	5.6%	5.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	79%	78%	78%	77%	76%
流动比率	1.51	1.52	1.57	1.58	1.63
速动比率	0.53	0.53	0.54	0.55	0.58
归母权益/有息债务	0.61	0.58	0.57	0.57	0.58
有形资产/有息债务	4.19	4.11	3.90	3.88	3.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,251,375	1,399,933	1,440,336	1,545,530	1,581,384
货币资金	146,008	171,384	166,765	183,316	191,114
交易性金融资产	507	123	123	123	123
应收账款	2,450	3,179	3,106	3,394	3,161
应收票据	2	15	15	16	15
其他应收款 (合计)	153,522	158,010	161,785	171,651	179,240
存货	741,475	809,656	835,331	877,930	880,707
其他流动资产	48,227	61,695	60,697	68,525	63,901
流动资产合计	1,136,226	1,247,342	1,272,836	1,354,121	1,363,400
其他权益工具	331	332	332	332	332
长期股权投资	72,550	95,089	106,207	126,164	148,707
固定资产	7,659	11,275	11,042	10,790	10,521
在建工程	546	571	541	518	501
无形资产	430	404	411	418	423
商誉	67	67	67	67	67
其他非流动资产	1,792	700	570	570	570
非流动资产合计	115,149	152,591	167,500	191,409	217,984
总负债	984,737	1,097,019	1,116,264	1,192,535	1,198,418
短期借款	4,777	4,094	3,176	3,382	0
应付账款	136,564	130,127	135,369	147,972	133,466
应付票据	14,919	9,470	9,767	10,439	9,351
预收账款及合同负债	366,499	416,869	406,369	431,217	435,638
其他流动负债	31,874	36,524	36,192	38,708	37,285
流动负债合计	751,758	818,817	810,692	859,562	838,054
长期借款	207,160	231,904	251,904	271,904	291,904
应付债券	25,066	41,620	47,620	53,620	59,620
其他非流动负债	58	78	77	91	82
非流动负债合计	232,979	278,201	305,572	332,973	360,364
股东权益	266,638	302,914	324,072	352,995	382,966
股本	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970
公积金	23,424	23,892	23,892	23,892	23,892
未分配利润	124,468	141,052	152,774	171,620	191,195
归属母公司权益	180,231	195,561	207,316	226,162	245,737
少数股东权益	86,407	107,354	116,756	126,833	137,229

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.83%	2.59%	2.58%	2.50%	2.49%
管理费用率	1.77%	1.91%	1.90%	1.89%	1.84%
财务费用率	1.30%	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%
研发费用率	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	24%	26%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.73	0.58	0.39	0.49	0.53
每股经营现金流	1.27	0.88	-0.90	1.28	1.07
每股净资产	15.06	16.34	17.32	18.89	20.53
每股销售收入	20.32	23.81	23.53	25.87	24.38

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	6.5	6.9	10.2	8.1	7.4
PB	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.5	12.7	16.0	14.6	14.1
股息率	4.6%	3.7%	2.5%	3.1%	3.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE