

评级: 买入 (维持)

市场价格: 13.71 元

分析师: 由于沛

执业证书编号: S0740523020005

Email: youzp@zts.com.cn

分析师: 陈立

执业证书编号: S0740520080008

Email: chenli02@zts.com.cn

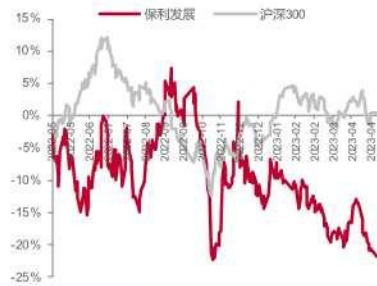
分析师: 李焱

执业证书编号: S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11,970
流通股本(百万股)	11,970
市价(元)	13.71
市值(百万元)	164,115
流通市值(百万元)	164,115

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《20230331 土储结构再优化, 跨越周期可期——保利发展 2022 年年报点评》

《20221028 销售改善领先, 短期业绩承压——保利发展 2022 年三季度报点评》

《20220901 营收利润双增, 投资收敛聚焦-2022 年半年报业绩点评》

《20220717 业绩稳健增长, 销售韧性显现-2022 年中期业绩快报点评》

《20220420 经营业绩稳健, 龙头优势显现-2021 年度报告点评》

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	284,933	281,017	327,384	347,682	362,633
增长率 yoy%	17%	-1%	17%	6%	4%
净利润 (百万元)	27,388	18,347	20,298	24,773	32,715
增长率 yoy%	-5%	-33%	11%	22%	32%
每股收益 (元)	2.29	1.53	1.70	2.07	2.73
净资产收益率	14%	9%	9%	10%	12%
P/E	6.0	8.9	8.1	6.6	5.0
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6

备注: 股价采用 2023 年 5 月 4 日收盘价

投资要点
收入利润稳健增长

2023 年一季度, 保利发展实现营业收入 399.6 亿 (YoY+19.2%), 净利润 39.7 亿 (YoY+2.6%), 归属母公司净利润 27.2 亿 (YoY+7.5%), 扣非后归母净利润 26.6 亿 (YoY+6.8%)。实现基本 eps 为 0.23。

收入利润增长主要来自于利润率下行带来的税金减少、资产处置增加及少数股东损益占比下降。具体而言, 一季度税金及附加规模 11.4 亿 (YoY-21.9%); 当期产生资产处置收益 2 亿, 去年同期为 0; 少数股东损益 12.4 亿 (YoY-6.8%), 对归母净利润摊薄影响降低。

盈利触底修复可期

盈利能力方面, 一季度保利发展加权平均 ROE 为 1.38% (YoY+0.09pct), 报表结算毛利率为 21.9% (YoY-6pct), 净利率 9.9% (YoY-1.6pct), 归母口径净利率 6.8% (YoY-0.7pct)。

前期低毛利项目集中结转交付拉低结算毛利率水平。伴随土地市场改善, 低利润项目逐渐结算完毕, 2021 年下半年以来土地市场盈利改善驱动的高利润项目交付, 公司盈利水平有望持续改善。同时, 公司管理效率持续提升, 期间费用率自去年同期的 8.9% 下降至 6.3%, 降本增效双方面驱动盈利质量回升。

销售拿地积极进取

销售拿地方面, 2023 年一季度, 保利发展签约销售额 1141.3 亿 (YoY+25.8%), 销售面积 630.8 万 m² (YoY+13.9%)。新增拿地建筑面积 1054 万 m², 拿地建筑面积/销售面积为 14.5%, 相比 2022 年同期有所下降。

销售复苏显著, 一季度购房热情快速提升, 凭借公司良好的住宅开发能力以及央企信用背景, 公司项目一季度到访量提升明显。拿地层面, 在目前土地市场供给下降热度回升的背景下, 保持拿地聚焦核心城市, 38 个核心城市中拿地金额占比为 98%。

融资宽松积极发债

截至一季度末, 保利发展维持良好的负债结构, 期末资产负债率为 77.9% (YoY-0.24pct), Wind 口径下, 剔除预收账款后资产负债率为 68.2% (YoY-0.4pct), 净负债率 69.7% (YoY-3.7pct), 现金短债比为 2.2 (YoY+0.2), 负债结构持续优化。

在头部房企融资宽松的环境下, 公司抓住融资窗口期, 一季度发行短期融资及公司债合计 65 亿, 短融发行利率 2.26%, “3+2” 公司债发行利率 3.2%, 各期限信用债融资均处于行业较低水平。

投资建议: 凭借过去一两年聚焦核心城市土储换仓的战略举措, 保利发展在行业下行周期过程中, 低成本大量补充优质城市土储, 在当前房地产市场复苏的过程中, 公司凭借良好的供货能力及优秀的产品结构, 销售复苏能力持续领先行业。

我们预计, 公司 2023 年至 2025 年实现归属母公司净利润 203.0 亿、247.7 亿及 327.2 亿, 同比增长 10.6%、22% 及 32.1%。公司当前股价对应 2023 年归母净利润为 8.1 倍, 鉴于公司在市场竞争格局改善下有望迎来市占率持续提升, 维持“买入”评级。

风险提示: 新房价格超预期下行、房地产调控政策收紧超预期、融资环境恶化超预期、引用数据滞后或不及时。

图表 1: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
单位:百万元					单位:百万元				
货币资金	176,537	199,739	213,223	223,815	营业收入	281,017	327,384	347,682	362,633
应收票据	11	11	14	13	营业成本	219,228	252,086	264,239	264,722
应收账款	4,044	3,876	4,324	4,669	税金及附加	13,121	19,405	18,660	19,296
预付账款	22,556	47,465	43,668	40,276	销售费用	7,530	8,839	9,238	9,714
存货	877,893	1,042,691	1,058,850	1,071,949	管理费用	4,744	5,861	6,242	6,375
合同资产	273	982	655	708	研发费用	1,238	1,546	1,642	1,675
其他流动资产	219,360	261,111	272,512	285,472	财务费用	3,595	8,544	9,383	9,855
流动资产合计	1,300,401	1,554,893	1,592,591	1,626,195	信用减值损失	-122	0	0	0
其他长期投资	30,785	26,437	28,172	28,465	资产减值损失	-1,156	0	0	0
长期股权投资	106,250	91,296	97,545	98,364	公允价值变动收益	-142	53	52	-12
固定资产	10,147	9,161	8,371	7,750	投资收益	4,201	5,518	5,310	5,010
在建工程	571	671	671	571	其他收益	239	213	213	221
无形资产	371	372	361	352	营业利润	34,693	36,950	43,918	56,295
其他非流动资产	21,940	17,491	19,129	19,535	营业外收入	782	567	620	656
非流动资产合计	170,064	145,429	154,249	155,036	营业外支出	174	152	158	161
资产合计	1,470,464	1,700,322	1,746,840	1,781,231	利润总额	35,301	37,365	44,380	56,790
短期借款	1,197	99,357	58,160	3,439	所得税	8,290	9,173	10,903	13,744
应付票据	657	11,712	8,354	7,154	净利润	27,011	28,192	33,477	43,046
应付账款	162,047	184,514	184,513	191,429	少数股东损益	8,664	7,894	8,704	10,331
预收款项	894	1,063	1,091	1,156	归属母公司净利润	18,347	20,298	24,773	32,715
合同负债	412,019	483,469	510,280	533,143	NOPLAT	29,762	34,638	40,554	50,516
其他应付款	131,912	138,893	138,862	136,556	EPS (按最新股本摊薄)	1.53	1.70	2.07	2.73
一年内到期的非流动负债	79,947	66,774	69,099	71,940					
其他流动负债	53,607	55,438	60,237	59,844	主要财务比率				
流动负债合计	842,280	1,041,220	1,030,595	1,004,660	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	242,482	265,953	285,550	303,432	成长能力				
应付债券	57,716	41,467	46,934	48,706	营业收入增长率	-1.4%	16.5%	6.2%	4.3%
其他非流动负债	5,794	3,741	4,738	4,758	EBIT增长率	-27.1%	18.0%	17.1%	24.0%
非流动负债合计	305,992	311,161	337,222	356,896	归母公司净利润增长率	-33.0%	10.6%	22.0%	32.1%
负债合计	1,148,273	1,352,382	1,367,818	1,361,556	获利能力				
归属母公司所有者权益	196,264	214,120	236,498	266,819	毛利率	22.0%	23.0%	24.0%	27.0%
少数股东权益	125,927	133,821	142,525	152,856	净利率	9.6%	8.6%	9.6%	11.9%
所有者权益合计	322,192	347,940	379,023	419,675	ROE	9.3%	9.5%	10.5%	12.3%
负债和股东权益	1,470,464	1,700,322	1,746,840	1,781,231	ROIC	6.9%	6.6%	7.6%	9.3%
					偿债能力				
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	78.1%	79.5%	78.3%	76.4%
经营活动现金流	7,422	-80,336	41,770	51,412	债务权益比	120.2%	137.2%	122.5%	103.0%
现金收益	32,297	38,242	44,242	54,175	流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6
存货影响	-68,237	-164,798	-16,159	-13,099	速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6
经营性应收影响	20,424	-24,741	3,345	3,048	营运能力				
经营性应付影响	9,280	40,672	-3,362	3,475	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
其他影响	13,658	30,288	13,705	3,813	应收账款周转天数	4.6	4.4	4.2	4.5
投资活动现金流	637	25,453	-3,929	3,412	应付账款周转天数	240	247	251	256
资本支出	-529	-622	-580	-543	存货周转天数	1,386	1,371	1,432	1,449
股权投资	-11,160	14,953	-6,249	-819	每股指标(元)				
其他长期资产变化	12,326	11,122	2,900	4,774	每股收益	1.53	1.70	2.07	2.73
融资活动现金流	-3,015	78,085	-24,358	-44,232	每股经营现金流	0.62	-6.71	3.49	4.29
借款增加	43,152	92,207	-13,808	-32,226	每股净资产	16.40	17.89	19.76	22.29
股利及利息支付	-31,216	-16,354	-18,415	-19,346	估值比率				
股东融资	2,674	10,647	11,553	8,291	P/E	8.9	8.1	6.6	5.0
其他影响	-17,625	-8,415	-3,688	-951	P/B	0.8	0.8	0.7	0.6
					EV/EBITDA	8.1	7.0	6.0	4.9

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。