

保利发展(600048)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 房地产行业首席分析师
执业编号: S15005220100002
联系电话: +86 18621759430
邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

营利双增销售登顶，拓展持续聚焦核心区域

——保利发展(600048.SH) 2023年一季报点评

2023年04月25日

本期内容提要:

◆**营利同比正增长，毛利率底部企稳。**2023年一季度公司实现营业总收入399.89亿元，归属于上市公司股东的净利润27.21亿元，同比分别增长19.17%、7.52%。毛利率为21.93%，同比去年一季度下降6pct，与2022年全年基本持平，主要受到高价地持续结算影响，毛利率当前已处底部区间，后续有望企稳回升。归母净利率为6.8%，较去年同期下降0.7pct，净利率降幅比毛利率降幅较小主要由于：1) 费用率控制得当：销售管理费用率1.70%，较去年同期下降0.63pct；2) 少数股东损益占比下降：2023Q1公司少数股东损益占比下降3.1pct至31.4%。

◆**销售规模同比增长明显，行业排名登顶。**2023年一季度公司实现签约金额1141.30亿元，签约面积630.84万平方米，同比增加25.84%和13.90%，销售规模同比增速明显。根据克而瑞数据公司2023年以来公司位列行业全口径销售金额榜单第一名，并保持领先地位，行业龙头地位继续夯实。从结构来看，核心38城优势依旧明显占比达到83%，在市场热度较好的上海、南京销售规模超过百亿，2022年拓展排名前5的合肥销售规模也达到70亿元，供给优势逐步在市场回稳的过程中体现出来，后续市场优势有望持续保持。

◆**聚焦核心城市核心区域，拓展力度有望逐步提升。**公司一季度新增容积率面积92万平方米，拿地金额185亿元，同比分别下降52.7%和45.7%，其中公司深耕的38个核心城市拓展金额占比98%，同比提升近8pct，楼面均价20213.64元/平，同比提升14.9%，主要由于公司持续聚焦一二线核心城市的核心区域，在北京朝阳区、广州海珠区、成都天府新区、南京秦淮区等均有斩获。公司在一季度拿地强度为16.21%，较去年同期下降21.39pct，主要由于2023年一季度各核心城市供地量较少，后续随着供地量提升，叠加市场有所改善，我们预计公司后续拿地力度有望提升，4月份公司发力上海首轮集中供地，单独报名7宗地块，联合报名4宗地块，最终以48.87亿元独立拿下宝山一宗地块，与上海建工合作以13.09亿元拿下闵行一宗地块。除通过合作竞拍增大获取优质地块机遇外，公司也有望通过收并购等其他渠道进行资源获取，保持公司供给端优势。开工方面，一季度新开工面积198万平方米，较2022年一季度下降67.4%，竣工面积516万平方米，较去年同期上升9.55%。截至3月31日，公司共有在建拟建项目674个，较去年年末下降138个，在建面积11285万平，较去年年末下降3454万平，待开发面积6398万平，较2022年末增加127万平。

◆**融资：融资成本优势保持，定增有望增强资本实力。**2023年一季度公司继续抢抓低成本资源，发行3笔65亿元债券，分别为2笔票面利率2.26%的25亿元短融，一笔票面利率3.20%的15亿元公司债，融资渠道畅通。公司125亿元定增计划也已获上交所受理，定增顺利完成后可望进一步增强资本实力。

◆**盈利预测与投资评级：**公司保持拿地节奏，未来有望受益于供给端分化实现销售持续增长，保持行业龙头领先地位。因此我们预计公司2023-2025年EPS为1.77/2.11/2.49元/股，4月24日股价对应2023-2025年PE估值分别为7.99/6.68/5.65倍，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**房地产调控政策收紧或放松不及预期。地产行业销售下行幅度超预期，定增发行不及预期。公司房地产销售不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	2,850	2,811	3,147	3,495	3,819
同比(%)	17.2%	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%
归属母公司净利润(亿元)	274	183	211	253	299
同比(%)	-5.4%	-33.0%	15.2%	19.6%	18.2%
毛利率(%)	26.8%	22.0%	22.3%	23.5%	24.5%
ROE(%)	14.0%	9.3%	10.1%	11.0%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	2.29	1.53	1.77	2.11	2.49
P/E(倍)	6.16	9.20	7.99	6.68	5.65
P/B(倍)	0.86	0.86	0.81	0.73	0.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年04月24日收盘价

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,004	13,671	15,292	16,891
货币资金	1,765	904	2,616	1,504
应收票据	0	0	0	0
应收账款	40	30	47	37
预付账款	226	251	274	296
存货	8,779	9,920	9,770	12,126
其他	2,194	2,566	2,584	2,929
非流动资产	1,701	1,686	1,785	1,897
长期股权投资	1,062	1,162	1,262	1,362
固定资产(合计)	101	101	99	98
无形资产	4	4	7	11
其他	533	419	416	426
资产总计	14,705	15,357	17,077	18,789
流动负债	8,423	8,635	10,012	11,079
短期借款	12	42	62	72
应付票据	7	106	234	133
应付账款	1,620	1,630	1,921	1,913
其他	6,784	6,857	7,795	8,961
非流动负债	3,060	3,273	3,291	3,591
长期借款	2,425	2,558	2,686	2,916
其他	635	715	605	675
负债合计	11,483	11,908	13,303	14,669
少数股东权益	1,259	1,359	1,467	1,595
归属母公司股东权益	1,963	2,090	2,307	2,524
负债和股东权益	14,705	15,357	17,077	18,789

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,811	3,147	3,495	3,819
同比(%)	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%
归属母公司净利润	183	211	253	299
同比(%)	-33.0%	15.2%	19.6%	18.2%
毛利率(%)	22.0%	22.3%	23.5%	24.5%
ROE%	9.3%	10.1%	11.0%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	1.53	1.77	2.11	2.49
P/E	9.20	7.99	6.68	5.65
P/B	0.86	0.81	0.73	0.67
EV/EBITDA	5.76	5.97	1.95	4.01

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,811	3,147	3,495	3,819
营业成本	2,192	2,441	2,667	2,879
营业税金及附加	131	157	174	190
销售费用	75	88	98	107
管理费用	47	56	63	69
研发费用	12	16	17	19
财务费用	37	36	55	26
减值损失合计	-12	1	1	1
投资净收益	42	47	45	23
其他	1	2	2	2
营业利润	347	403	469	555
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	353	409	475	561
所得税	83	98	114	135
净利润	270	311	361	426
少数股东损益	87	99	108	128
归属母公司净利润	183	211	253	299
EBITDA	368	452	542	621
EPS(基本)(元)	1.53	1.77	2.11	2.49

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	74	-371	1,854	-1,135
净利润	270	311	361	426
折旧摊销	23	59	62	62
财务费用	63	59	61	64
投资损失	-235	-42	-47	-45
营运资金变动	-218	-826	1,416	-1,665
其它	-22	74	-1	0
投资活动现金流	6	-71	-114	-151
资本支出	-1	-14	-21	-21
长期投资	-45	-100	-130	-150
其他	52	43	37	20
筹资活动现金流	-30	-419	-28	173
吸收投资	27	0	0	0
借款	1,681	163	148	240
支付利息或股息	-312	-111	-125	-139
现金流净增加额	52	-861	1,712	-1,113

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名,2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名,2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。