

保利发展 (600048.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

销售投资进一步聚焦，经营持续改善

事件

2023年8月30日，公司发布2023年中期业绩：营收1369.8亿元，同比+23.7%；归母净利润122.2亿元，同比+12.7%。

点评

营收及归母净利润稳步增长，毛利率正筑底企稳。公司2023年上半年竣工结转规模上升，维持营收规模增长；归母净利润增速低于营收增速，主因是结算的主要是2021年上半年之前拿地的项目，毛利率水平较低。上半年公司毛利率同比下降4.26ppt至21.29%。虽然当前毛利率承压，但已经位于底部区间，当前正筑底企稳，预计在2024年毛利率将有所回升。

销售行业第一，核心城市深耕效果凸显。公司2023年上半年实现签约金额2368亿元，同比+12.7%，增速优于同期克而瑞TOP10房企的4.9%，且总销售金额排名稳居行业第一。上半年核心38城销售金额占比87%，同比提升8ppt。公司在25个城市销售排名第一，46个城市排名前三，深耕效果显著。

加大拓展力度，聚焦核心城市和商品住宅。2023年上半年，公司拿地总金额709亿元，同比+17%，位列中指院拿地金额排名第二；拿地计容建面385万方，同比-7%。上半年，公司在核心38城的拓展金额和拓展面积占比分别为99%和95%，同比分别提升9ppt和21ppt，投资进一步聚焦；公司新拓货值中住宅占比95%，补货质量更高，流动性更强。

财务结构持续优化，融资成本不断下行。截至2023年中期，公司扣除预收款的资产负债率为65.3%，净负债率为63.1%，较期初分别下降3.2ppt和0.5ppt，现金短债比为1.38x，三道红线持续稳居绿档。上半年公司综合融资成本约3.73%，较年初下降19bp，处于业内领先水平。

投资建议

基于公司稳健的销售和投资表现，预计全年业绩能够实现同比增长。我们维持此前的盈利预测不变，2023-25年归母净利润分别为227.1亿元、279.3亿元和320.3亿元，同比增速分别为23.8%、23.0%和14.7%。公司股票现价对应PE估值为7.8x、6.3x、5.5x，维持“买入”评级。

风险提示

政策对市场提振不佳；市场信心持续走低；土地市场竞争加剧

房地产组

分析师：杜昊旻 (执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

联系人：王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏

fang_peng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.75元

相关报告：

- 《保利发展公司点评：业绩符合预期，销售投资稳健》，2023.7.7
- 《保利发展公司点评：营收利润双双增长，销售排名升至第一》，2023.4.22
- 《保利发展公司点评：业绩承压下行，经营表现持续改善》，2023.3.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285,024	281,108	315,190	343,986	381,854
营业收入增长率	17.19%	-1.37%	12.12%	9.14%	11.01%
归母净利润(百万元)	27,388	18,347	22,712	27,931	32,033
归母净利润增长率	-5.39%	-33.01%	23.79%	22.98%	14.69%
摊薄每股收益(元)	2.288	1.533	1.897	2.333	2.676
每股经营性现金流净额	0.88	0.62	0.18	0.54	-0.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.00%	9.35%	10.70%	12.05%	12.60%
P/E	6.83	9.87	7.77	6.32	5.51
P/B	0.96	0.92	0.83	0.76	0.69

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	243,208	285,024	281,108	315,190	343,986	381,854
增长率		17.2%	-1.4%	12.1%	9.1%	11.0%
主营业务成本	-163,951	-208,631	-219,228	-243,316	-258,902	-285,921
%销售收入	67.4%	73.2%	78.0%	77.2%	75.3%	74.9%
毛利	79,257	76,393	61,880	71,874	85,084	95,932
%销售收入	32.6%	26.8%	22.0%	22.8%	24.7%	25.1%
营业税金及附加	-18,495	-15,685	-13,121	-15,760	-17,199	-19,093
%销售收入	7.6%	5.5%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用	-6,877	-7,384	-7,530	-8,283	-9,407	-10,347
%销售收入	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%
管理费用	-4,315	-5,434	-4,744	-5,218	-6,087	-6,695
%销售收入	1.8%	1.9%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
研发费用	-1,260	-1,436	-1,238	-1,261	-1,376	-1,527
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	48,309	46,455	35,246	41,352	51,015	58,270
%销售收入	19.9%	16.3%	12.5%	13.1%	14.8%	15.3%
财务费用	-3,160	-3,386	-3,686	-4,208	-4,400	-4,744
%销售收入	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
资产减值损失	779	-58	-1,277	-747	-825	-682
公允价值变动收益	53	246	-142	0	0	0
投资收益	6,141	6,211	4,201	4,922	5,191	5,710
%税前利润	11.7%	12.4%	11.9%	11.6%	10.0%	9.6%
营业利润	52,265	49,670	34,693	41,671	51,333	58,906
营业利润率	21.5%	17.4%	12.3%	13.2%	14.9%	15.4%
营业外收支	273	365	607	668	735	808
税前利润	52,538	50,035	35,301	42,339	52,068	59,714
利润率	21.6%	17.6%	12.6%	13.4%	15.1%	15.6%
所得税	-12,490	-12,845	-8,290	-9,942	-12,227	-14,022
所得税率	23.8%	25.7%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
净利润	40,048	37,189	27,011	32,396	39,841	45,692
少数股东损益	11,100	9,802	8,664	9,685	11,910	13,659
归属于母公司的净利润	28,948	27,388	18,347	22,712	27,931	32,033
净利率	11.9%	9.6%	6.5%	7.2%	8.1%	8.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	40,048	37,189	27,011	32,396	39,841	45,692
少数股东损益	11,100	9,802	8,664	9,685	11,910	13,659
非现金支出	516	2,163	3,576	1,590	1,715	1,623
非经营收益	-3,347	-2,866	-1,413	752	678	719
营运资金变动	-22,067	-25,935	-21,751	-32,568	-35,808	-57,687
经营活动现金净流	15,150	10,551	7,422	2,172	6,427	-9,654
资本开支	621	-135	-106	-435	-478	-516
投资	-9,039	-18,677	-4,475	-8,391	-8,964	-9,582
其他	1,490	-1,174	5,218	4,922	5,191	5,710
投资活动现金净流	-6,927	-19,987	637	-3,904	-4,252	-4,389
股权募资	7,929	21,338	2,674	0	0	0
债权募资	20,030	53,263	37,197	21,807	20,158	39,858
其他	-29,837	-40,144	-42,886	-13,528	-15,361	-17,033
筹资活动现金净流	-1,878	34,458	-3,015	8,279	4,797	22,825
现金净流量	6,306	24,970	5,182	6,547	6,971	8,783

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	146,008	171,384	176,537	181,492	187,371	195,403
应收款项	155,697	161,042	161,480	172,549	188,300	209,043
存货	741,475	809,656	877,893	932,521	980,838	1,070,930
其他流动资产	94,838	105,957	85,675	101,614	107,133	114,482
流动资产	1,138,017	1,248,040	1,301,586	1,388,177	1,463,641	1,589,857
%总资产	90.9%	89.1%	88.5%	88.6%	88.6%	88.9%
长期投资	96,443	125,562	139,135	147,526	156,490	166,072
固定资产	8,205	11,846	10,718	11,230	11,790	12,403
%总资产	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
无形资产	1,056	969	807	938	1,063	1,183
非流动资产	113,357	151,893	168,879	177,901	187,567	197,718
%总资产	9.1%	10.9%	11.5%	11.4%	11.4%	11.1%
资产总计	1,251,375	1,399,933	1,470,464	1,566,078	1,651,208	1,787,575
短期借款	64,576	64,668	81,145	87,942	92,339	115,649
应付款项	292,004	287,011	297,939	319,702	326,851	351,996
其他流动负债	395,178	467,138	463,197	491,274	518,729	554,762
流动负债	751,758	818,817	842,280	898,918	937,919	1,022,406
长期贷款	207,160	231,904	242,482	254,607	267,337	280,704
其他长期负债	25,819	46,298	63,510	64,779	66,716	69,147
负债	984,737	1,097,019	1,148,273	1,218,303	1,271,972	1,372,258
普通股股东权益	180,231	195,561	196,264	212,163	231,714	254,137
其中：股本	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
未分配利润	124,468	141,052	151,544	167,442	186,994	209,416
少数股东权益	86,407	107,354	125,927	135,612	147,522	161,181
负债股东权益合计	1,251,375	1,399,933	1,470,464	1,566,078	1,651,208	1,787,575

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.419	2.288	1.533	1.897	2.333	2.676
每股净资产	15.060	16.337	16.396	17.724	19.357	21.230
每股经营现金净流	1.266	0.881	0.620	0.181	0.537	-0.806
每股股利	0.730	0.580	0.450	0.569	0.700	0.803
回报率						
净资产收益率	16.06%	14.00%	9.35%	10.70%	12.05%	12.60%
总资产收益率	2.31%	1.96%	1.25%	1.45%	1.69%	1.79%
投入资本收益率	6.53%	5.38%	3.83%	4.21%	4.86%	5.07%
增长率						
主营业务收入增长率	3.06%	17.19%	-1.37%	12.12%	9.14%	11.01%
EBIT 增长率	-2.84%	-3.84%	-24.13%	17.32%	23.37%	14.22%
净利润增长率	3.54%	-5.39%	-33.01%	23.79%	22.98%	14.69%
总资产增长率	21.12%	11.87%	5.04%	6.50%	5.44%	8.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.2	3.6	4.7	4.8	4.8	4.8
存货周转天数	1,475.4	1,356.9	1,404.8	1,400.0	1,385.0	1,370.0
应付账款周转天数	269.3	233.3	243.2	240.0	228.0	216.6
固定资产周转天数	11.5	14.4	13.2	12.3	11.8	11.2
偿债能力						
净负债/股东权益	56.25%	54.99%	63.46%	63.64%	62.13%	64.39%
EBIT 利息保障倍数	15.3	13.7	9.6	9.8	11.6	12.3
资产负债率	78.69%	78.36%	78.09%	77.79%	77.03%	76.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-30	买入	18.12	21.81
2	2022-07-15	买入	16.62	21.81
3	2022-08-29	买入	16.68	21.81
4	2022-10-30	买入	15.33	N/A
5	2023-01-06	买入	16.36	N/A
6	2023-03-31	买入	14.41	N/A
7	2023-04-22	买入	14.37	N/A
8	2023-07-07	买入	12.84	N/A

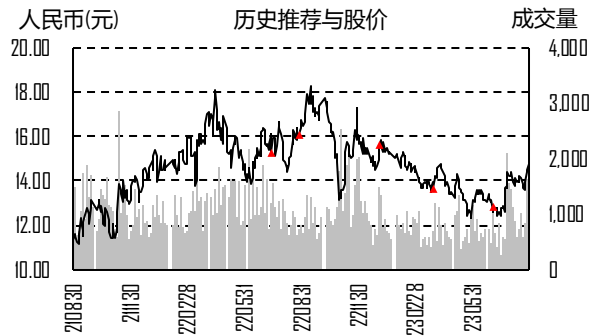
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806