

保利发展 (600048)

证券研究报告

2023年04月24日

销售跻身第一，投资坚持聚焦

事件：公司发布2023年第一季度报告，实现营业收入399.56亿元，同比+19.14%；归母净利润27.21亿元，同比+7.52%；每股收益0.23元/股，同比+7.52%。

业绩表现保持稳健，费效管控水平提高。公司2023年一季度实现营业总收入399.89亿元，同比+19.17%；归母净利润27.21亿元，同比+7.52%。2023Q1业绩同比增长的主要原因有：1) 公司营业收入同比增加19.17%；2) 公司销售、管理、财务费用率分别较去年同期下降0.69、0.78、1.09pct至2.48%、2.39%、1.37%，三费率总体同比下降2.55pct；3) 公司资产处置收益同比增加1.94亿元至1.95亿元。2023Q1业绩拖累因素主要是毛利率同比下降6.00pct至21.93%，但环比2022年四季度已经回升3.07pct。

销售规模登顶，同比实现较快增长。公司2023年一季度实现销售金额1141.30亿元，同比+25.84%，销售面积630.84万方，同比+13.90%；对应销售均价18092元/平米，同比+10.49%。公司销售规模持续3个月位列中国房地产企业排行榜第一。我们认为助力公司销售规模增速明显的因素有：1) 公司坚持深耕核心城市，战略效果显现；2) 公司奉行长期主义，产品力提升，品牌认可度提高；3) 购房者看房情绪提升，公司2023Q1月均来访量达历史同期高位。

土地投资保持聚焦，近期于上海接连有所斩获。公司2023年一季度新增土储8块，总建面92万方，同比-52.6%，获取总成本185亿元，对应楼面均价20109元/平；拿地力度16.21%，较去年同期下降21.39pct。我们认为公司拿地力度下降的原因有：1) 一季度土地供应量受2023年集中供地节奏影响；2) 部分重点城市参拍房企骤增，近期摇号比例增加，导致企业中签率下降。从布局来看，38个核心城市拓展金额占比98%，较去年同期增加超过8pct。近日在上海第一批集中供地中，公司单独报名7幅地块，联合其它房企报名3幅地块，最终以48.87亿元拿下宝山大地宅地，同时与上海建工的联合体以13.09亿元拿下闵行莘庄社区某地块，针对核心城市的聚焦程度进一步上升。2023年一季度开工面积198万平方米，竣工面积516万平方米。截至2023年Q1末，公司在建面积11285万平方米，待开发面积6398万平方米。

货币资金充裕，债务结构安全。公司截至2023年一季度，实现销售回笼1033亿元，回笼率为91%，与去年同期基本持平；期末货币资金余额1518.04亿元；总资产14480.25亿元，较上年度末下降1.53%；归属于上市公司股东的净资产为1980.59亿元，较上年末增长0.91%。三道红线方面，公司资产负债率为77.85%，较上年末下降0.24pct；净负债率69.65%；现金短债比2.19，稳居房企绿档。

发挥央企背景优势，融资渠道通畅。公司2023年一季度分别于2月16日与3月16日发行2支短期融资券，发行规模均为25亿，期限270日，利率均为2.26%；此外公司于3月28日发行一般公司债券15亿元，期限3+2年，利率3.20%，融资渠道保持通畅。同时公司百亿定增方案已获上交所受理，有望借助股权融资，打开进一步发展空间。

投资建议：公司长期稳健发展，市占率持续提升，市场化竞争能力不断验证兑现，2023年以来销售保持快速增长，毛利率触底回升，有望借助股权融资窗口打开新一轮发展空间。我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为215.62亿元、235.61亿元、262.49亿元，对应EPS分别为1.80元/股、1.97元/股、2.19元/股，对应PE分别为7.83X、7.16X、6.43X，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变动不及预期、房屋销售不及预期、宏观经济不及预期

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.1元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,970.44
流通A股股本(百万股)	11,970.44
A股总市值(百万元)	168,783.25
流通A股市值(百万元)	168,783.25
每股净资产(元)	15.87
资产负债率(%)	77.85
一年内最高/最低(元)	19.05/12.88

作者

刘青海 分析师
SAC执业证书编号：S1110523010003
liuqinghai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

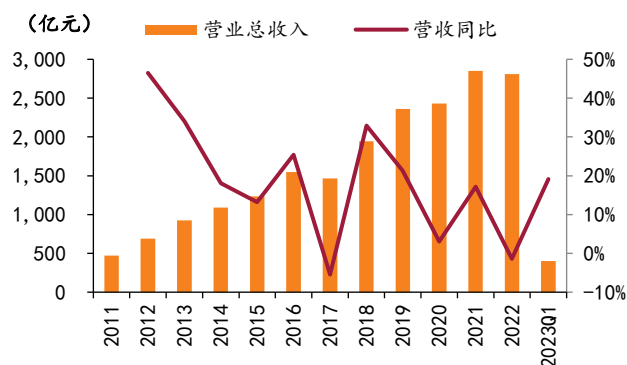
相关报告

- 《保利发展-年报点评报告:灵活应变，市占率持续提升》2023-04-04
- 《保利发展-季报点评:销售结算保持韧性，投资强度小幅提升》2022-10-31
- 《保利发展-半年报点评:平稳增长，穿越周期》2022-08-31

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285,024.10	281,108.24	304,440.22	331,535.40	364,025.87
增长率(%)	17.19	(1.37)	8.30	8.90	9.80
EBITDA(百万元)	55,647.59	43,223.31	43,609.97	48,422.42	54,434.73
净利润(百万元)	27,387.84	18,346.82	21,562.23	23,561.14	26,249.10
增长率(%)	(5.39)	(33.01)	17.53	9.27	11.41
EPS(元/股)	2.29	1.53	1.80	1.97	2.19
市盈率(P/E)	6.16	9.20	7.83	7.16	6.43
市净率(P/B)	0.86	0.86	0.80	0.74	0.68
市销率(P/S)	0.59	0.60	0.55	0.51	0.46
EV/EBITDA	7.47	10.62	10.01	9.77	8.66

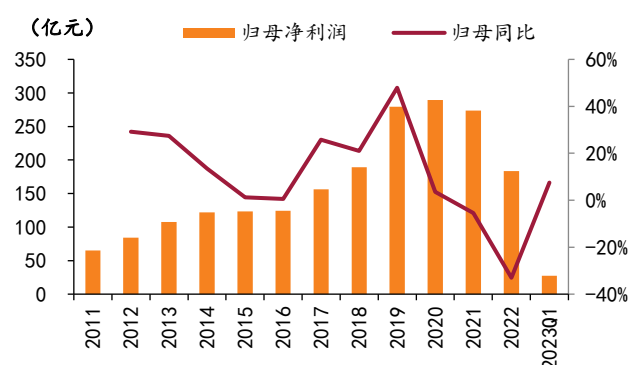
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：公司营业总收入和同比增速



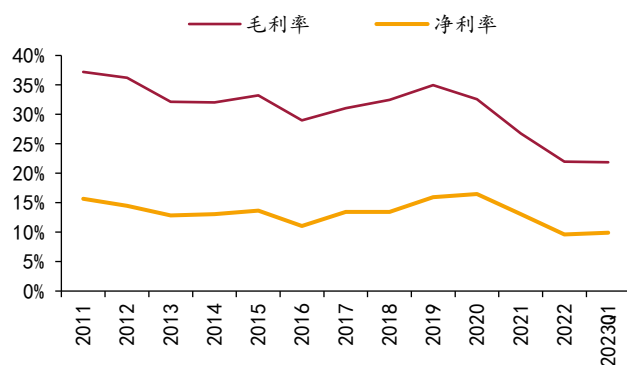
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润和同比增速



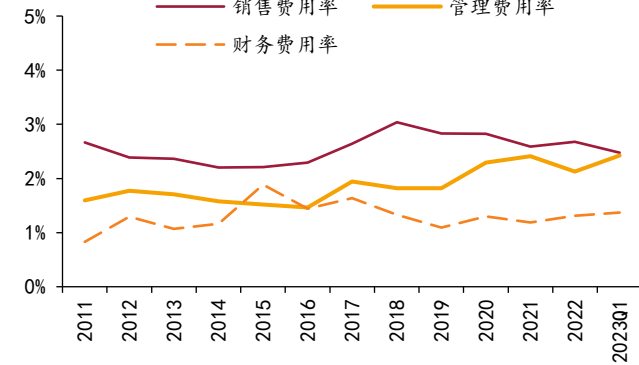
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司毛利率、净利率



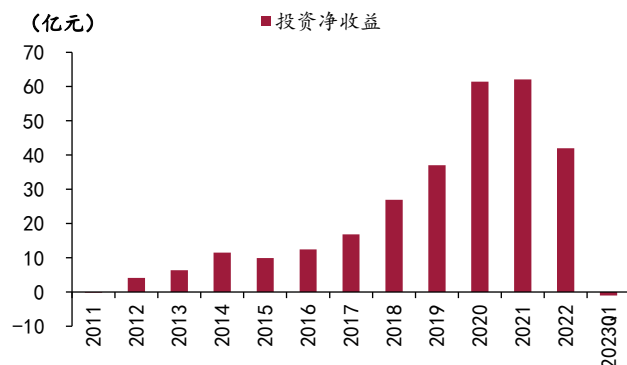
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：销售、管理、财务费用率



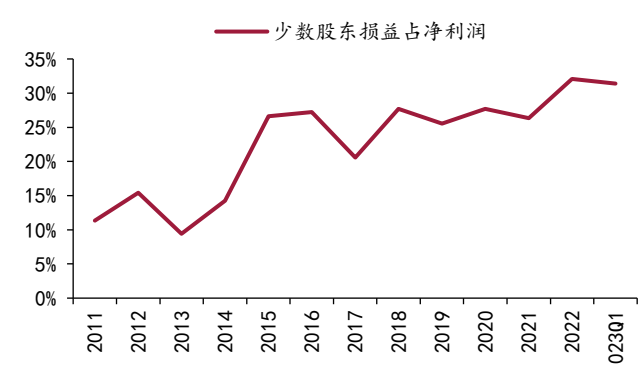
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司投资净收益



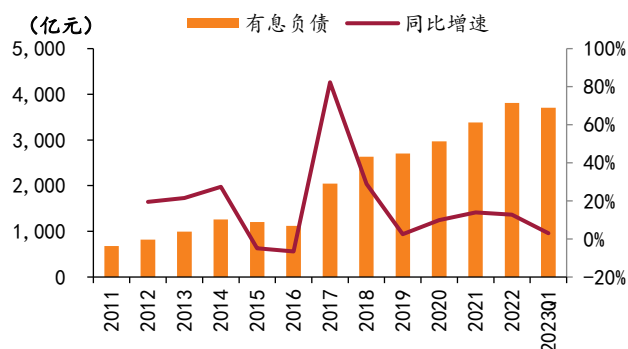
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司少数股东损益占净利润比重



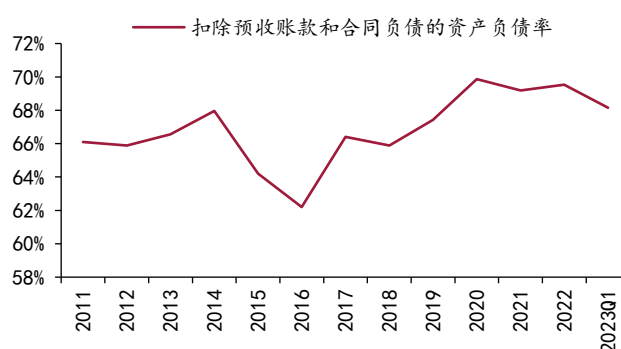
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司有息负债规模和同比增速



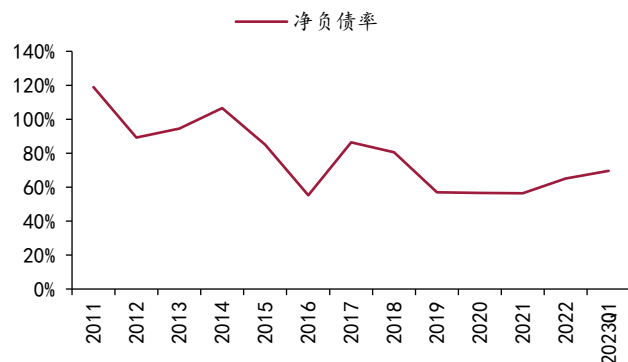
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司扣除预收账款的资产负债率



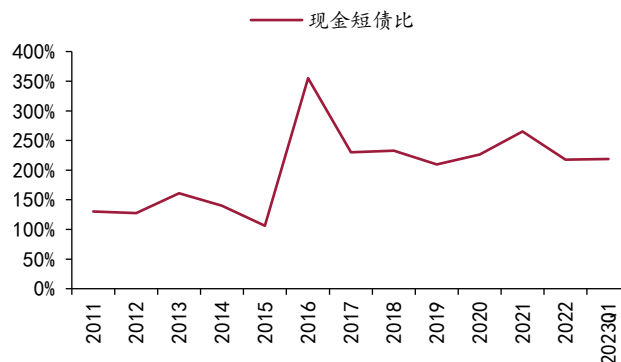
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司净负债率



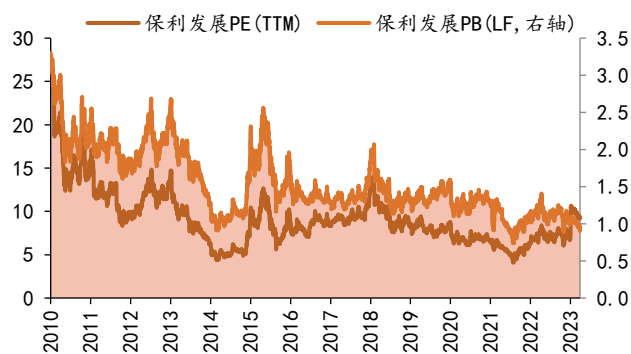
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司现金短债比



资料来源：Wind，天风证券研究所

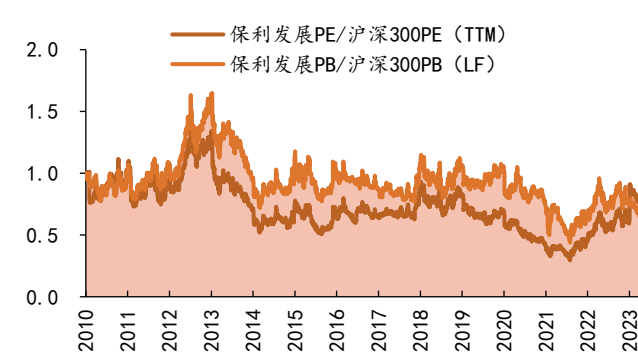
图 11：公司估值走势-PE(TTM)、PB(LF)



注：数据截至 2023 年 4 月 24 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司估值与沪深 300 指数之比



注：数据截至 2023 年 4 月 24 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	171,384.46	176,537.08	191,189.66	208,205.54	228,609.68
应收票据及应收账款	3,193.66	4,054.33	3,795.24	4,752.94	4,632.96
预付账款	42,685.91	22,556.37	47,659.75	28,608.28	54,917.35
存货	809,656.46	877,893.19	938,309.25	1,034,431.10	1,126,033.49
其他	219,942.93	219,086.27	249,442.97	256,514.17	293,097.85
流动资产合计	1,246,863.41	1,300,127.24	1,430,396.87	1,532,512.02	1,707,291.32
长期股权投资	95,089.38	106,249.64	106,249.64	106,249.64	106,249.64
固定资产	11,275.21	10,146.76	9,852.19	9,393.70	8,856.14
在建工程	571.06	571.06	596.76	621.17	646.81
无形资产	404.16	370.97	322.69	274.41	226.13
其他	45,251.39	52,725.36	53,657.89	54,644.17	55,745.26
非流动资产合计	152,591.20	170,063.79	170,679.17	171,183.10	171,723.97
资产总计	1,399,933.05	1,470,464.41	1,601,076.04	1,703,695.12	1,879,015.29
短期借款	4,093.56	1,197.34	6,169.19	39,908.87	46,372.75
应付票据及应付账款	139,596.84	162,703.92	162,643.18	190,745.48	196,271.33
其他	259,109.81	266,359.89	791,444.96	797,926.67	932,809.25
流动负债合计	402,800.22	430,261.14	960,257.33	1,028,581.02	1,175,453.33
长期借款	231,903.60	242,482.46	230,137.36	237,182.48	235,180.64
应付债券	41,619.55	57,716.30	60,602.11	63,632.22	66,813.83
其他	4,678.31	5,793.71	6,083.40	6,387.57	6,706.94
非流动负债合计	278,201.47	305,992.47	296,822.87	307,202.27	308,701.41
负债合计	1,097,018.59	1,148,272.90	1,257,080.20	1,335,783.29	1,484,154.74
少数股东权益	107,353.53	125,927.10	132,058.55	138,868.04	146,789.12
股本	11,970.11	11,970.44	11,970.44	11,970.44	11,970.44
资本公积	17,817.47	17,626.25	17,626.25	17,626.25	17,626.25
留存收益	147,126.00	157,618.13	172,838.53	189,469.92	207,998.70
其他	18,647.35	9,049.59	9,502.07	9,977.17	10,476.03
股东权益合计	302,914.46	322,191.51	343,995.84	367,911.83	394,860.55
负债和股东权益总计	1,399,933.05	1,470,464.41	1,601,076.04	1,703,695.12	1,879,015.29

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	37,189.48	27,011.10	21,562.23	23,561.14	26,249.10
折旧摊销	1,509.06	1,691.07	1,501.77	1,554.14	1,605.10
财务费用	5,566.08	6,284.77	3,410.91	3,494.61	3,530.66
投资损失	(6,211.15)	(4,201.01)	(4,411.06)	(4,631.61)	(5,557.93)
营运资金变动	(20,673.78)	(23,083.56)	(6,770.03)	(55,093.11)	(18,821.01)
其它	(6,828.47)	(279.99)	8,835.77	9,886.06	11,490.72
经营活动现金流	10,551.22	7,422.38	24,129.60	(21,228.77)	18,496.65
资本支出	23,622.73	10,406.80	894.94	767.61	725.52
长期投资	22,539.49	11,160.26	0.00	0.00	0.00
其他	(66,148.81)	(20,929.74)	1,973.14	2,251.44	3,183.81
投资活动现金流	(19,986.58)	637.32	2,868.08	3,019.05	3,909.33
债权融资	38,002.05	39,465.29	(3,900.97)	44,517.53	8,520.08
股权融资	(9,160.06)	(9,788.65)	(8,444.12)	(9,291.93)	(10,521.92)
其他	5,615.80	(32,692.05)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	34,457.78	(3,015.41)	(12,345.10)	35,225.59	(2,001.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	25,022.41	5,044.29	14,652.58	17,015.88	20,404.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	285,024.10	281,108.24	304,440.22	331,535.40	364,025.87
营业成本	208,630.76	219,228.01	235,941.17	256,276.87	280,663.95
营业税金及附加	15,684.62	13,121.19	15,481.66	16,859.53	18,511.76
销售费用	7,384.00	7,529.75	8,098.11	8,818.84	9,683.09
管理费用	5,434.04	4,744.35	5,175.48	5,636.10	6,188.44
研发费用	1,435.78	1,238.48	1,522.20	1,657.68	1,820.13
财务费用	3,386.44	3,686.48	3,410.91	3,494.61	3,530.66
资产/信用减值损失	(58.01)	(1,277.44)	544.87	152.12	10.91
公允价值变动收益	246.22	(141.85)	149.55	239.28	269.19
投资净收益	6,211.15	4,201.01	4,411.06	4,631.61	5,557.93
其他	(13,001.02)	(5,914.96)	0.00	0.00	0.00
营业利润	49,670.11	34,693.23	39,916.17	43,814.79	49,465.88
营业外收入	511.51	781.26	567.30	620.03	656.20
营业外支出	146.66	173.89	152.20	157.58	161.22
利润总额	50,034.96	35,300.60	40,331.27	44,277.24	49,960.85
所得税	12,845.49	8,289.51	10,082.82	11,069.31	12,490.21
净利润	37,189.48	27,011.10	30,248.45	33,207.93	37,470.64
少数股东损益	9,801.64	8,664.28	8,686.22	9,646.78	11,221.53
归属于母公司净利润	27,387.84	18,346.82	21,562.23	23,561.14	26,249.10
每股收益(元)	2.29	1.53	1.80	1.97	2.19

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	17.19%	-1.37%	8.30%	8.90%	9.80%
营业利润	-4.96%	-30.15%	15.05%	9.77%	12.90%
归属于母公司净利润	-5.39%	-33.01%	17.53%	9.27%	11.41%
获利能力					
毛利率	26.80%	22.01%	22.50%	22.70%	22.90%
净利率	9.61%	6.53%	7.08%	7.11%	7.21%
ROE	14.00%	9.35%	10.17%	10.29%	10.58%
ROIC	10.30%	6.92%	6.85%	7.40%	7.45%
偿债能力					
资产负债率	78.36%	78.09%	78.51%	78.41%	78.99%
净负债率	55.07%	63.57%	55.14%	59.98%	53.77%
流动比率	1.52	1.54	1.49	1.49	1.45
速动比率	0.53	0.50	0.51	0.48	0.49
营运能力					
应收账款周转率	100.97	77.57	77.57	77.57	77.57
存货周转率	0.37	0.33	0.34	0.34	0.34
总资产周转率	0.22	0.20	0.20	0.20	0.20
每股指标(元)					
每股收益	2.29	1.53	1.80	1.97	2.19
每股经营现金流	0.88	0.62	2.02	-1.77	1.55
每股净资产	16.34	16.40	17.71	19.13	20.72
估值比率					
市盈率	6.16	9.20	7.83	7.16	6.43
市净率	0.86	0.86	0.80	0.74	0.68
EV/EBITDA	7.47	10.62	10.01	9.77	8.66
EV/EBIT	7.67	11.01	10.37	10.10	8.92

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com