

## 保利发展 (600048.SH) 整体业绩保持平稳, 结算毛利水平下降

2023年11月16日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

齐东 (分析师)

qidong@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

日期	2023/11/16
当前股价(元)	10.94
一年最高最低(元)	17.96/10.70
总市值(亿元)	1,309.57
流通市值(亿元)	1,309.57
总股本(亿股)	119.70
流通股本(亿股)	119.70
近3个月换手率(%)	33.56

### ● 经营管理能力优秀的龙头央企, 维持“买入”评级

保利发展发布 2023 年三季报。公司营收利润同比增长, 销售龙头地位稳固, 投资拿地积极, 土储结构持续优化, 融资渠道畅通, 资金优势明显, 将持续受益于宽松地产政策及行业格局优化, 看好公司未来市占率持续提升。我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 237.4、284.2、325.3 亿元, EPS 分别为 1.98、2.37、2.72 元, 当前股价对应 PE 估值分别为 5.5、4.6、4.0 倍, 维持“买入”评级。

### ● 营收利润保持增长, 三季度结转项目毛利率下降

2023 年前三季度, 公司实现营业收入 1925.06 亿元, 归母净利润 132.93 亿元, 同比分别增长 23.10%、1.33%。其中单独第三季度实现营业收入 555.28 亿元, 同比增长 21.63%; 归母净利润 10.70 亿元, 同比下降 52.84%。净利润增幅大幅落后于收入增幅, 主要因为本期结转项目毛利率下降。2023 年前三季度, 公司整体结算毛利率 19.4%, 同比下降 5.1 个百分点; 结算净利率 8.8%, 同比下降 3.3 个百分点; 其中 Q3 单季度结算毛利率 14.7%, 大幅低于中报 21.3% 的水平。

### ● 签约金额稳中有升, 拿地价格保持高位

2023 年前三季度, 公司实现签约金额 3351.53 亿元, 同比增长 4.70%, 签约面积 1918.59 万平方米, 同比减少 0.10%; 签约销售均价达 1.75 万元/平米; 新增容积率面积 654 万平方米, 总获取成本 1082 亿元, 平均楼面价 1.65 万元/平米, 其中 38 个核心城市拓展金额占比 99%。前三季度, 公司新开工面积 1070 万平方米, 同比下降 38.7%; 竣工面积 2809 万平方米, 同比增长 21.3%。截止 2023Q3, 公司合同负债 4463.82 亿元, 环比微增 46.13 亿元, 未来业绩储备保持稳定。

### ● 负债结构优化, 在手资金保持平稳

截至三季度末, 公司在手资金保持平稳, 2023 年前三季度销售回笼 3334 亿元, 回笼率为 99%; 期末货币资金余额 1426.72 亿元, 环比中期小幅下降 4.0%; 资产负债率为 76.76%, 较年初下降 1.35 个百分点。

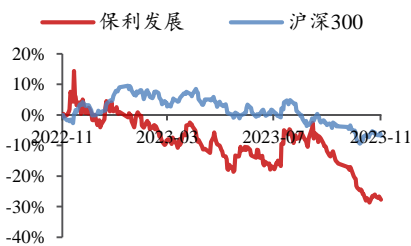
### ● 风险提示: 行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285,024	281,108	323,181	362,705	398,924
YOY(%)	17.2	-1.4	15.0	12.2	10.0
归母净利润(百万元)	27,388	18,347	23,736	28,416	32,529
YOY(%)	-5.4	-33.0	29.4	19.7	14.5
毛利率(%)	26.8	22.0	22.8	23.7	24.5
净利率(%)	9.6	9.6	10.3	11.0	11.5
ROE(%)	12.3	8.4	9.4	10.3	10.7
EPS(摊薄/元)	2.29	1.53	1.98	2.37	2.72
P/E(倍)	4.8	7.1	5.5	4.6	4.0
P/B(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《销售数据环比改善, 拿地价格维持高位—公司信息更新报告》-2023.10.9

《单月新增土地 13 宗, 拿地权益比保持高位—公司信息更新报告》-2023.9.7

《营收利润同比双增, 新增项目投资确定性增强—公司信息更新报告》-2023.8.31

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1247342	1300401	1386424	1612410	1671487
现金	171384	176537	263139	329829	241717
应收票据及应收账款	3194	4054	2409	4845	3134
其他应收款	157849	157426	161590	201503	249327
预付账款	42686	22556	48092	53974	59364
存货	809656	877893	846163	953976	1046249
其他流动资产	62573	61934	65031	68282	71697
<b>非流动资产</b>	152591	170064	188596	207715	226827
长期投资	95089	106250	115075	124092	133309
固定资产	11275	10147	11349	13437	16052
无形资产	404	371	387	394	357
其他非流动资产	45822	53296	61784	69792	77109
<b>资产总计</b>	1399933	1470464	1575020	1820125	1898314
<b>流动负债</b>	818817	842280	877078	1059932	1095972
短期借款	4094	1197	1317	1449	1594
应付票据及应付账款	139597	162704	149319	251628	211941
其他流动负债	675127	678379	726442	806855	882438
<b>非流动负债</b>	278201	305992	342480	371082	372929
长期借款	273523	300199	336397	364694	366222
其他非流动负债	4678	5794	6083	6388	6707
<b>负债合计</b>	1097019	1148273	1219558	1431014	1468902
少数股东权益	107354	125927	135462	147068	160355
股本	11970	11970	11970	11970	11970
资本公积	17817	17626	17626	17626	17626
留存收益	147126	157618	190889	230912	276727
<b>归属母公司股东权益</b>	195561	196264	220001	242042	269058
<b>负债和股东权益</b>	1399933	1470464	1575020	1820125	1898314

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	10551	7422	64399	35933	-92309
净利润	37189	27011	33271	40023	45815
折旧摊销	1509	1691	1539	1942	2481
财务费用	3386	3686	3781	4115	4799
投资损失	-6211	-4201	-4404	-4654	-4825
营运资金变动	-25935	-21751	31111	-4663	-139718
其他经营现金流	613	986	-899	-831	-861
<b>投资活动现金流</b>	-19987	637	-14744	-15552	-15880
资本支出	272	186	7061	7324	6977
长期投资	-17997	-4363	-8825	0	-9218
其他投资现金流	-37712	-3539	-16509	-8228	-18121
<b>筹资活动现金流</b>	34458	-3015	36947	46310	20076
短期借款	-683	-2896	120	132	145
长期借款	41296	26676	36198	28298	1528
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	-496	-191	0	0	0
其他筹资现金流	-5662	-26604	629	17881	18403
<b>现金净增加额</b>	24970	5182	86602	66691	-88113

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	285024	281108	323181	362705	398924
营业成本	208631	219228	249618	276653	301320
营业税金及附加	15685	13121	15085	16930	18620
营业费用	7384	7530	8887	9974	11170
管理费用	5434	4744	5494	5803	6383
研发费用	1436	1238	1424	1596	1755
财务费用	3386	3686	3781	4115	4799
资产减值损失	95	1156	718	1148	1075
其他收益	186	239	250	261	274
公允价值变动收益	246	-142	218	94	104
投资净收益	6211	4201	4404	4654	4825
资产处置收益	16	113	64	89	77
<b>营业利润</b>	49670	34693	43109	51582	59081
营业外收入	512	781	859	945	1040
营业外支出	147	174	191	210	231
<b>利润总额</b>	50035	35301	43778	52317	59890
所得税	12845	8290	10507	12295	14074
<b>净利润</b>	37189	27011	33271	40023	45815
少数股东损益	9802	8664	9535	11607	13286
<b>归属母公司净利润</b>	27388	18347	23736	28416	32529
EBITDA	60307	46744	47360	55150	63886
EPS(元)	2.29	1.53	1.98	2.37	2.72

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.2	-1.4	15.0	12.2	10.0
营业利润(%)	-5.0	-30.2	24.3	19.7	14.5
归属于母公司净利润(%)	-5.4	-33.0	29.4	19.7	14.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.8	22.0	22.8	23.7	24.5
净利率(%)	9.6	9.6	10.3	11.0	11.5
ROE(%)	12.3	8.4	9.4	10.3	10.7
ROIC(%)	8.1	5.9	5.4	5.6	6.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	78.4	78.1	77.4	78.6	77.4
净负债比率(%)	56.4	65.2	46.2	39.6	63.5
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	101.0	77.6	100.0	100.0	100.0
应付账款周转率	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.29	1.53	1.98	2.37	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	0.62	5.38	3.00	-7.71
每股净资产(最新摊薄)	14.78	15.64	17.63	19.47	21.72
<b>估值比率</b>					
P/E	4.8	7.1	5.5	4.6	4.0
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.8	10.0	9.1	7.8	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn