

## 保利发展 (600048)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 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

## 销售拿地维持韧性，大手笔增持彰显信心

## ——保利发展 (600048. SH) 回购及增持点评

2023年12月12日

## 本期内容提要:

◆**公司大手笔增持彰显信心，板块底部区域已现。**公司于2023年12月11日晚发布公告，公司拟以集中竞价交易方式回购公司股份，回购金额不低于10亿元，不超过20亿元，回购价格不超过15.19元/股，且董监高及持股5%以上股东泰康人寿保险在未来6个月内无减持公司股份计划。同时公司实际控制人保利集团计划在未来12个月内，通过集中竞价交易方式增持公司股份，增持金额不低于2.5亿元，不超过5亿元，增持价格不超过15.19元/股。历史上看，公司上市以来此前有过4次实控人增持计划，且每次增持时点均为公司及行业的底部区域，此前4次增持计划发布后，公司股价收益率平均在一周、一个月和三个月内分别为7.8%、15.7%和19.1%，超额收益率分别为6.6%、17.4%和16.6%，而与此同时申万房地产指数也同步保持正增长，我们认为本次公司增持和回购一方面彰显了实控人对于公司的信心和未来发展前景的看好，另一方面也充分反映当前公司和行业股价或已处于底部区域，后续进一步下跌的风险较小。

◆**销售强于行业平均水平，预计全年持平或微增。**公司今年1-11月实现销售金额3995.0亿，同比下降0.2%；实现销售面积2257.6万平，同比下降6.3%，虽然公司销售数据同比下滑，但明显强于百强及其他头部房企，根据克而瑞数据，1-11月全国百强房企销售平均同比下滑29.4%，TOP5房企平均同比下滑8.0%，TOP6-10房企下滑13.25%，公司销售仍强于行业平均水平，销售的下行一方面更多在于市场因素，11月份地产销售仍在继续下行，另一方面在于推货规模未有明显提升，而在市场下行的情况下，需要加推更多优质货源才能保持销售的进一步增长，不过考虑到公司今年以来补货相对积极，且当前公司推货及布局更为聚焦，叠加12月年底收官，我们预计公司将加大推货力度，全年销售规模有望较去年持平，甚至保持微增。

◆**聚焦核心城市核心区域。**拿地方面，公司今年1-11月新增83个项目，共计计容建面805万方，同比下降16.8%，对应总地价1302亿，同比下降11.8%，前11个月拿地金额占销售金额比重达到32.6%，拿地保持动态平衡，虽然规模略有下降，但公司拿地平均地价达到16171.6元/平，同比去年增长6.0%，彰显公司拿地城市能级有所提升抑或获取地块更加聚焦核心区域，当前地产市场分化明显，核心城市及核心区域的货值仍然能够保持较快的去化水平，而公司能够持续在这些区域补货的能力也将是公司维持规模甚至未来进一步保持规模提升的重要动力。

◆**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加，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，12月11日股价对应2023-2025年PE估值分别为5.44/4.55/3.85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)	4.20	6.27	5.44	4.55	3.85
P/B (倍)	0.59	0.59	0.55	0.50	0.46

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年12月11日收盘价

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	12,473	13,004	13,671	15,292	16,891	
货币资金	1,714	1,765	904	2,616	1,504	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	32	40	30	47	37	
预付账款	427	226	251	274	296	
存货	8,097	8,779	9,920	9,770	12,126	
其他	2,204	2,194	2,566	2,584	2,929	
<b>非流动资产</b>	1,526	1,701	1,686	1,785	1,897	
长期股权投资	951	1,062	1,162	1,262	1,362	
固定资产(合计)	113	101	101	99	98	
无形资产	4	4	4	7	11	
其他	458	533	419	416	426	
<b>资产总计</b>	13,999	14,705	15,357	17,077	18,789	
<b>流动负债</b>	8,188	8,423	8,635	10,012	11,079	
短期借款	41	12	42	62	72	
应付票据	95	7	106	234	133	
应付账款	1,301	1,620	1,630	1,921	1,913	
其他	6,751	6,784	6,857	7,795	8,961	
<b>非流动负债</b>	2,782	3,060	3,273	3,291	3,591	
长期借款	2,319	2,425	2,558	2,686	2,916	
其他	463	635	715	605	675	
<b>负债合计</b>	10,970	11,483	11,908	13,303	14,669	
少数股东权益	1,074	1,259	1,359	1,467	1,595	
归属母公司股东权益	1,956	1,963	2,090	2,307	2,524	
<b>负债和股东权益</b>	13,999	14,705	15,357	17,077	18,789	

重要财务指标		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,850	2,811	3,147	3,495	3,819	
同比(%)	17.2%	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%	
归母净利润	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	4.20	6.27	5.44	4.55	3.85	
P/B	0.59	0.59	0.55	0.50	0.46	
EV/EBITDA	3.55	5.76	5.96	1.94	4.00	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	2,850	2,811	3,147	3,495	3,819	
营业成本	2,086	2,192	2,441	2,667	2,879	
营业税金及附加	157	131	157	174	190	
销售费用	74	75	88	98	107	
管理费用	54	47	56	63	69	
研发费用	14	12	16	17	19	
财务费用	34	37	36	55	26	
减值损失合计	1	-12	1	1	1	
投资净收益	62	42	47	45	23	
其他	3	1	2	2	2	
<b>营业利润</b>	497	347	403	469	555	
营业外收支	4	6	6	6	6	
<b>利润总额</b>	500	353	409	475	561	
所得税	128	83	98	114	135	
<b>净利润</b>	372	270	311	361	426	
少数股东损益	98	87	99	108	128	
<b>归母净利润</b>	274	183	211	253	299	
EBITDA	487	368	452	542	621	
EPS(当年)(元)	2.29	1.53	1.77	2.11	2.49	

现金流量表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	106	74	-371	1,854	-1,135	
净利润	372	270	311	361	426	
折旧摊销	21	23	59	62	62	
财务费用	56	63	59	61	64	
投资损失	-32	-62	-42	-47	-45	
营运资金变动	-259	-218	-826	1,416	-1,665	
其它	-22	-22	74	-1	0	
<b>投资活动现金流</b>	-200	6	-71	-114	-151	
资本支出	-1	-1	-14	-21	-21	
长期投资	-187	-45	-100	-130	-150	
其他	-12	52	43	37	20	
<b>筹资活动现金流</b>	345	-30	-419	-28	173	
吸收投资	213	27	0	0	0	
借款	1,781	1,681	163	148	240	
支付利息或股息	-362	-312	-111	-125	-139	
<b>现金净增加额</b>	250	52	-861	1,712	-1,113	

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。