

600048.SH

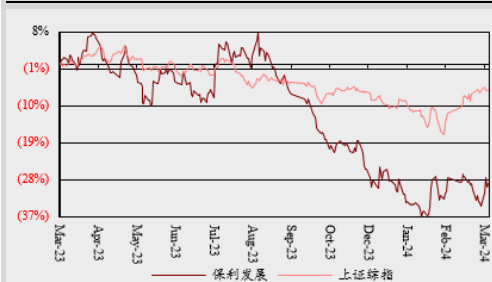
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.77

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.6	(2.0)	(1.6)	(31.0)
相对上证综指	1.0	(8.0)	(4.3)	(24.6)

发行股数 (百万)	11,970.44
流通股 (百万)	11,970.44
总市值 (人民币 百万)	116,951.23
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,025.77
主要股东	
保利南方集团有限公司	37.69

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2024年3月14日收市价为标准

相关研究报告

《保利发展: 业绩与利润率短期承压, 融资与资金优势显著——2022 年年报点评》20230401

《保利发展: 业绩与利润率短期承压, 融资与拿地优势凸显——2022 年三季报点评》

20221030

《保利发展: 央企龙头具备穿越周期的战略定力, 多重优势奠定未来发展基石》20220208

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

证券分析师: 夏亦丰

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521070005

证券分析师: 许佳璐

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

保利发展

销售稳居行业第一, 融资渠道畅通

摘要: 3月6-13日, 保利发展发布2024年2月经营简报、增持计划进展公告、回购股份实施结果暨股份变动、发行公司债券预案公告。

- **销售数据虽然承压, 但行业龙头地位稳固, 销售位居行业第一。**2024年2月, 公司实现销售面积94.8万平, 同比减少53.4%, 同比降幅较上月扩大了18个百分点; 实现销售金额156.2亿元, 同比减少54.4%, 同比降幅较上月扩大了23.2个百分点, 销售金额绝对值处于2017年8月以来的最低水平。2024年1-2月, 公司累计销售面积213.6万平, 同比减少44.9%; 累计销售金额359.5亿元, 同比减少43.7%, 销售规模虽然明显收缩, 但在克而瑞全口径销售金额排名中, 位居行业第一, 降幅也显著小于百强房企整体水平(-50.5%); 销售均价16832元/平, 同比增长2.1%。2023年全年公司实现销售金额4222.4亿元, 同比下降7.7%; 销售面积2368.1万平, 同比下降13.2%; 销售均价17696元/平, 同比增长6.3%。
- **2月投资聚焦二线城市, 拿地权益比例持续提升。**公司1月未拿地, 2月在天津、西安和太原三个二线城市合计拿地3宗, 总建面49.9万平, 同比增长2.3%; 拿地金额37.5亿元, 同比下降67.8%; 权益拿地金额33.9亿元, 拿地权益比例90.5%, 拿地权益比例持续提升; 受土储结构影响, 楼面均价7512元/平, 同比下降68.5%; 拿地强度(拿地金额/销售金额)10.4%, 同比下降7.8个百分点。2023年全年公司拿地103宗, 总建面1074.6万平, 同比增长2.0%; 拿地金额1631.9亿元, 同比增长1.1%; 权益拿地金额1359.1亿元, 权益拿地比例83.3%, 较2022年大幅提升了16.2个百分点; 楼面均价15187元/平, 同比下降0.8%; 拿地强度38.6%, 同比下降1.7个百分点。
- **公司融资渠道畅通, 回购+增持彰显对未来发展的信心。**1) **发行债券:** 公司2024年1-2月成功发行公开市场债券109.8亿元, 平均票面利率2.2%, 包括50亿元短期融资券、25亿元中票、15亿元公司债和19.8亿元的ABS。2024年3月8日发行一般中期票据19亿元, 票面利率2.78%; 3月13日发布发行公司债券预案公告, 计划发行公司债券不超过100亿元, 期限不超过10年。2) **回购:** 2023年12月13日公司计划回购公司股份不超过20亿元且不低于10亿元, 回购价格不超过15.19元/股, 截至2024年3月7日, 公司回购期限届满, 公司累计回购股份1.05亿股, 占公司总股本的0.88%, 回购均价9.53元/股, 支付资金总额10.0亿元, 已经达到回购方案计划金额下限。3) **增持:** 基于对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可, 公司股东保利集团计划自2023年12月12日起12个月内通过集中竞价交易方式增持公司A股股份, 增持总金额不低于2.5亿元、不超过5亿元。截至2024年3月6日, 保利集团已累计增持公司股份2678万股, 占公司总股本的0.22%, 累计增持金额2.5亿元, 已达到增持计划金额的下限, 增持实施后, 公司实际控制人保利集团及其一致行动人的持股比例从原来的40.49%提升至40.71%。
- **公司2023年营收稳步增长, 受毛利率下滑、资产减值影响利润下滑。**根据公司发布的2023年业绩快报, 公司2023年实现营业总收入3471.5亿元, 同比增长23.5%, 主要得益于房地产项目交付结转规模提升; 归母净利润120.4亿元, 同比下降34.4%, 主要是因为项目结转毛利率下降以及公司结合当前市场情况拟对部分项目计提资产减值准备。根据公司2023-2025年股东回报计划, 在公司未分配利润为正、当期可分配利润(即公司弥补亏损、提取公积金后所余的税后利润)为正且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下, 公司原则上每年进行一次现金分红, 2023-2025年现金分红占当年归母净利润的比例均不低于40%。同时, 公司可根据需要采取股票股利的方式进行利润分配。

投资建议与盈利预测:

- 我们认为, 公司凭借强大的资源护城河、央企的融资优势, 各类资金、土地资源均向公司聚拢。作为拿地销售基本面较好的央企, 行业领先的地位将进一步巩固, 同时也将持续受益于宽松政策及行业格局优化。根据公司发布的2023年业绩快报, 同时考虑到当前行业销售持续低迷, 我们下调2023-2025年盈利预测。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为3468/3657/3980亿元, 同比增速分别为23%/6%/9%; 归母净利润分别为120/124/133亿元, 同比增速分别为-34%/3%/7%; 对应EPS分别为1.01/1.04/1.11元。当前股价对应的PE分别为9.7X/9.4X/8.8X。不过, 考虑到公司融资较为通畅、销售规模仍居行业第一、属于安全稳健的央企, 我们仍然维持买入评级。

评级面临的主要风险:

- 销售与结算不及预期; 房地产调控超预期收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

投资摘要

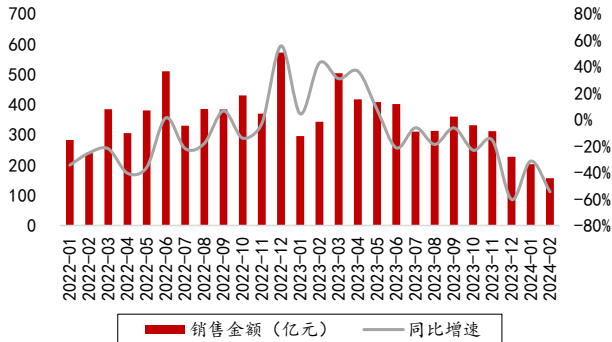
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	284,933	281,017	346,807	365,732	397,971
增长率(%)	17.2	(1.4)	23.4	5.5	8.8
EBITDA(人民币 百万)	49,481	37,044	27,751	28,666	30,512
归母净利润(人民币 百万)	27,388	18,347	12,036	12,432	13,337
增长率(%)	(5.4)	(33.0)	(34.4)	3.3	7.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.29	1.53	1.01	1.04	1.11
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.74	2.10	2.64
调整幅度(%)			(42.22)	(50.54)	(57.80)
市盈率(倍)	4.3	6.4	9.7	9.4	8.8
市净率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

附录：

图表 1. 2024 年 2 月保利发展销售金额 156.2 亿元，同比减少 54.4%

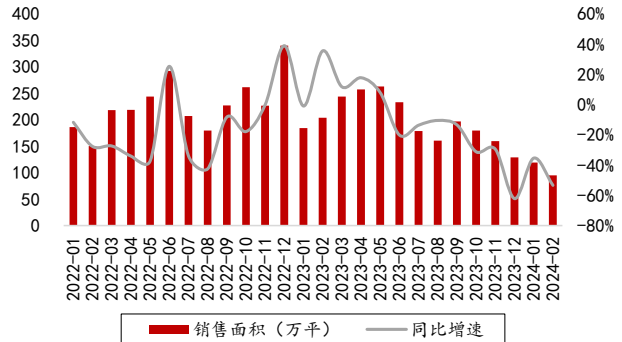
### 保利发展销售金额及增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2024 年 2 月保利发展销售面积 94.8 万平，同比减少 53.4%

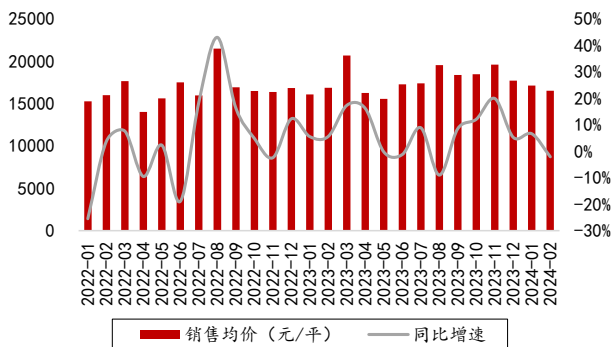
### 保利发展销售面积及增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2024 年 2 月保利发展销售均价 16486 元/平，同比下降 2.2%

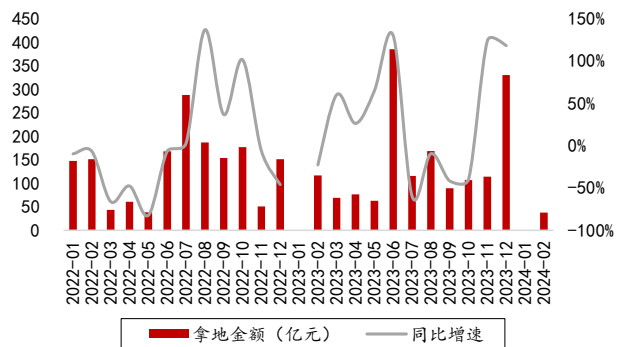
### 保利发展销售均价及增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2024 年 2 月保利发展拿地金额 37.5 亿元，同比下降 67.8%

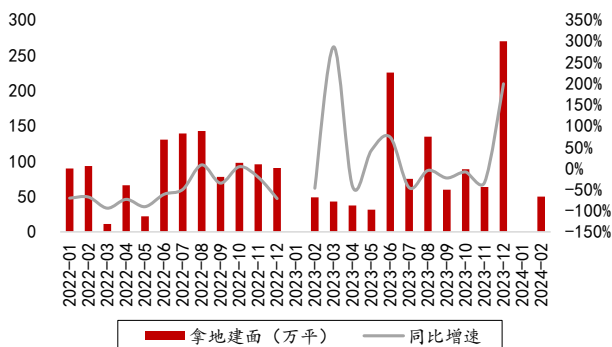
### 保利发展拿地金额及增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2024 年 2 月保利发展拿地建面 49.9 万平，同比增长 2.3%

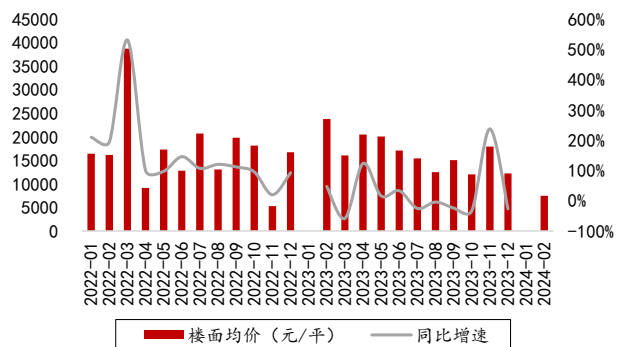
### 保利发展拿地建面及增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2024 年 2 月保利发展楼面均价 7512 元/平，同比下降 68.5%

### 保利发展楼面均价及增速



资料来源：公司公告，中银证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	285,024	281,108	346,908	365,835	398,076
营业收入	284,933	281,017	346,807	365,732	397,971
营业成本	208,631	219,228	279,111	298,484	325,490
营业税金及附加	15,685	13,121	27,745	25,601	27,858
销售费用	7,384	7,530	7,626	8,568	9,626
管理费用	5,434	4,744	4,448	4,998	5,615
研发费用	1,436	1,238	1,803	1,902	2,069
财务费用	3,386	3,686	2,435	2,470	2,391
其他收益	186	239	251	263	276
资产减值损失	95	(1,156)	(1,502)	(751)	(150)
信用减值损失	(153)	(122)	(34)	(34)	(34)
资产处置收益	16	113	64	71	78
公允价值变动收益	246	(142)	(83)	(47)	(26)
投资收益	6,211	4,201	4,621	5,083	5,592
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	49,670	34,693	27,057	28,397	30,762
营业外收入	512	781	820	902	993
营业外支出	147	174	209	230	252
利润总额	50,035	35,301	27,668	29,069	31,502
所得税	12,845	8,290	7,609	8,139	8,821
净利润	37,189	27,011	20,060	20,930	22,681
少数股东损益	9,802	8,664	8,024	8,498	9,345
归母净利润	27,388	18,347	12,036	12,432	13,337
EBITDA	49,481	37,044	27,751	28,666	30,512
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.29	1.53	1.01	1.04	1.11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,247,342</b>	<b>1,300,401</b>	<b>1,600,115</b>	<b>1,378,715</b>	<b>1,751,407</b>
现金及等价物	171,384	176,537	195,079	235,165	272,154
应收账款	3,179	4,044	4,869	4,530	5,698
应收票据	15	11	21	12	24
存货	809,656	877,893	1,114,646	933,287	1,222,183
预付账款	42,686	22,556	23,962	9,203	8,880
合同资产	478	273	502	327	577
其他流动资产	219,943	219,086	261,035	196,190	241,891
<b>非流动资产</b>	<b>152,591</b>	<b>170,064</b>	<b>168,410</b>	<b>170,336</b>	<b>171,287</b>
长期投资	98,267	108,350	111,698	115,381	117,959
固定资产	11,275	10,147	8,962	7,860	8,203
无形资产	404	371	381	395	408
其他长期资产	42,645	51,196	47,368	46,699	44,718
<b>资产合计</b>	<b>1,399,933</b>	<b>1,470,464</b>	<b>1,768,525</b>	<b>1,549,050</b>	<b>1,922,695</b>
<b>流动负债</b>	<b>818,817</b>	<b>842,280</b>	<b>1,095,709</b>	<b>827,639</b>	<b>1,147,680</b>
短期借款	4,094	1,197	1,437	1,580	1,739
应付账款	130,127	162,047	256,618	207,690	298,628
其他流动负债	684,597	679,036	837,654	618,368	847,313
<b>非流动负债</b>	<b>278,201</b>	<b>305,992</b>	<b>335,951</b>	<b>369,004</b>	<b>405,313</b>
长期借款	231,904	242,482	266,731	293,404	322,744
其他长期负债	46,298	63,510	69,221	75,600	82,568
<b>负债合计</b>	<b>1,097,019</b>	<b>1,148,273</b>	<b>1,431,660</b>	<b>1,196,642</b>	<b>1,552,992</b>
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
少数股东权益	107,354	125,927	133,951	142,449	151,793
归属母公司股东权益	195,561	196,264	202,913	209,959	217,909
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,399,933</b>	<b>1,470,464</b>	<b>1,768,525</b>	<b>1,549,050</b>	<b>1,922,695</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	37,189	27,011	20,060	20,930	22,681
折旧摊销	3,175	3,167	3,213	3,272	3,384
营运资金变动	(19,333)	(40,807)	(18,184)	(11,458)	(13,286)
其他	(10,480)	18,051	758	(4,100)	(2,521)
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,551</b>	<b>7,422</b>	<b>5,847</b>	<b>8,644</b>	<b>10,258</b>
资本支出	(272)	(186)	(280)	(480)	(2,275)
投资变动	(28,302)	(13,816)	(2,663)	(2,963)	(1,837)
其他	8,587	14,640	3,745	4,322	4,783
<b>投资活动现金流</b>	<b>(19,987)</b>	<b>637</b>	<b>801</b>	<b>879</b>	<b>671</b>
银行借款	24,060	7,683	24,488	26,817	29,498
股权融资	(7,689)	(45,153)	(5,387)	(5,387)	(5,387)
其他	18,087	34,455	(7,207)	9,133	1,948
<b>筹资活动现金流</b>	<b>34,458</b>	<b>(3,015)</b>	<b>11,894</b>	<b>30,563</b>	<b>26,060</b>
<b>净现金流</b>	<b>25,022</b>	<b>5,044</b>	<b>18,542</b>	<b>40,086</b>	<b>36,989</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	17.2	(1.4)	23.4	5.5	8.8
营业利润增长率(%)	(5.0)	(30.2)	(22.0)	5.0	8.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(5.4)	(33.0)	(34.4)	3.3	7.3
息税前利润增长(%)	(5.4)	(26.8)	(27.6)	3.5	6.8
息税折旧前利润增长(%)	(2.4)	(25.1)	(25.1)	3.3	6.4
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(5.4)	(33.0)	(34.4)	3.3	7.3
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	16.3	12.1	7.1	6.9	6.8
营业利润率(%)					
毛利率(%)	26.8	22.0	19.5	18.4	18.2
归母净利润率(%)	9.6	6.5	3.5	3.4	3.4
ROE(%)	14.0	9.3	5.9	5.9	6.1
ROIC(%)	5.0	3.3	2.2	2.1	2.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净负债权益比	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.7	1.5
<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	101.2	77.8	77.8	77.8	77.8
应付账款周转率	2.1	1.9	1.7	1.6	1.6
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	2.6	2.7	2.2	2.3	2.4
管理费用率(%)	1.9	1.7	1.3	1.4	1.4
研发费用率(%)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
财务费用率(%)	1.2	1.3	0.7	0.7	0.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.3	1.5	1.0	1.0	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	0.6	0.5	0.7	0.9
每股净资产(最新摊薄)	16.3	16.4	17.0	17.5	18.2
每股股息	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	4.3	6.4	9.7	9.4	8.8
P/B(最新摊薄)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.5	17.2	21.3	21.8	21.4
价格/现金流(倍)	11.1	15.8	20.0	13.5	11.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371