

保利发展 (600048.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

利润率和业绩承压,以销定投稳健发展

事件

2024年7月11日保利发展发布2024半年业绩快报,上半年实现营业收入1392.7亿元,同比+1.6%;归母净利润75.1亿元,同比-38.6%。单二季度实现营业收入895.2亿元,同比-7.7%;归母净利润52.8亿元,同比-44.4%。

点评

行业下行毛利率下降,当期业绩承压: 公司营收主要来源房地产项目竣工交付结转,1H24结转规模小幅增加带动营收增长。而归母净利润同比出现下滑,主要由于:①受市场下行及价格承压影响,项目结转毛利率下降,公司营业利润同比减少27.73%;②期内结转项目权益比例下降。

销售规模稳居行业第一,高能级城市贡献大: 公司1H24签约销售金额1733亿元,同比-26.8%(百强房企平均-41.8%),规模稳居行业第一。销售主要来自珠三角、长三角重点城市的贡献,据中指数据,1H24在广州、上海、北京和佛山等城市销售金额超过百亿。

以销定投,拿地聚焦核心城市: 公司1H24年拓展项目12个,总地价126亿元,同比-61.1%,权益地价109亿元,同比-61.5%,拿地权益比86%。1H24主要拿地城市为上海、北京、广州、西安和合肥等高能级城市。

投资建议

公司当期业绩下滑,未来受益于行业供给侧出清,市占率或持续提升,2025年后业绩有望企稳。考虑当前房地产市场承压,我们下调公司2024/2025/2026年归母净利润至90.9、98.1和106.4亿元(原为127.5/138.7/151.7亿元),同比增速分别为-24.6%、7.8%和8.5%。公司股票现价对应PE估值为11.4/10.6/9.8倍,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:方鹏(执业S1130524030001)

fang_peng@gjzq.com.cn

市价(人民币):8.69元

相关报告:

- 《保利发展公司点评:销售稳居行业第一,静待业绩企稳》,2024.4.29
- 《保利发展公司点评:业绩承压投销稳健,高分红提升股息率》,2024.4.22
- 《保利发展公司点评:当期利润承压,提升分红比例增信心》,2024.1.21



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	281,108	346,894	352,040	367,439	389,330
营业收入增长率	-1.37%	23.40%	1.48%	4.37%	5.96%
归母净利润(百万元)	18,347	12,067	9,095	9,809	10,642
归母净利润增长率	-33.01%	-34.23%	-24.63%	7.85%	8.48%
摊薄每股收益(元)	1.533	1.008	0.760	0.819	0.889
每股经营性现金流净额	0.62	1.16	1.22	2.17	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.35%	6.08%	4.46%	4.67%	4.92%
P/E	9.87	9.82	11.44	10.60	9.78
P/B	0.92	0.60	0.51	0.50	0.48

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	285,024	281,108	346,894	352,040	367,439	389,330
增长率		-1.4%	23.4%	1.5%	4.4%	6.0%
主营业务成本	-208,631	-219,228	-291,308	-301,746	-314,119	-332,292
%销售收入	73.2%	78.0%	84.0%	85.7%	85.5%	85.3%
毛利	76,393	61,880	55,586	50,294	53,319	57,038
%销售收入	26.8%	22.0%	16.0%	14.3%	14.5%	14.7%
营业税金及附加	-15,685	-13,121	-10,259	-10,561	-11,023	-11,680
%销售收入	5.5%	4.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
销售费用	-7,384	-7,530	-8,876	-9,320	-10,019	-11,020
%销售收入	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%
管理费用	-5,434	-4,744	-5,159	-5,417	-5,921	-6,769
%销售收入	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%
研发费用	-1,436	-1,238	-86	-810	-845	-895
%销售收入	0.5%	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	46,455	35,246	31,206	24,186	25,512	26,673
%销售收入	16.3%	12.5%	9.0%	6.9%	6.9%	6.9%
财务费用	-3,386	-3,686	-4,391	-3,912	-3,795	-3,778
%销售收入	1.2%	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-58	-1,277	-5,088	-4,382	-4,039	-3,651
公允价值变动收益	246	-142	16	0	0	0
投资收益	6,211	4,201	2,212	1,804	1,429	1,508
%税前利润	12.4%	11.9%	9.0%	9.8%	7.2%	7.0%
营业利润	49,670	34,693	24,318	18,060	19,470	21,116
营业利润率	17.4%	12.3%	7.0%	5.1%	5.3%	5.4%
营业外收支	365	607	308	339	373	410
税前利润	50,035	35,301	24,626	18,399	19,843	21,526
利润率	17.6%	12.6%	7.1%	5.2%	5.4%	5.5%
所得税	-12,845	-8,290	-6,727	-5,023	-5,417	-5,877
所得税率	25.7%	23.5%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%
净利润	37,189	27,011	17,899	13,376	14,426	15,649
少数股东损益	9,802	8,664	5,832	4,280	4,616	5,008
归属于母公司的净利润	27,388	18,347	12,067	9,095	9,809	10,642
净利率	9.6%	6.5%	3.5%	2.6%	2.7%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	37,189	27,011	17,899	13,376	14,426	15,649
少数股东损益	9,802	8,664	5,832	4,280	4,616	5,008
非现金支出	2,163	3,576	7,462	6,117	5,921	5,693
非经营收益	-2,866	-1,413	1,645	3,576	3,799	21,053
营运资金变动	-25,935	-21,751	-13,076	-8,461	1,871	-30,559
经营活动现金净流	10,551	7,422	13,930	14,608	26,017	11,837
资本开支	-135	-106	-161	-466	-525	-580
投资	-18,677	-4,475	6,143	2,675	-6,713	-7,048
其他	-1,174	5,218	1,284	1,804	1,429	1,508
投资活动现金净流	-19,987	637	7,266	4,013	-5,809	-6,121
股权募资	21,338	2,674	11,049	0	0	0
债权募资	53,263	37,197	-31,072	10,026	-2,131	15,893
其他	-40,144	-42,886	-29,939	-9,746	-10,088	-10,528
筹资活动现金净流	34,458	-3,015	-49,962	280	-12,220	5,365
现金净流量	24,970	5,182	-28,826	18,901	7,988	11,081

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	171,384	176,537	147,982	165,672	172,827	183,337
应收款项	161,042	161,480	154,210	158,279	165,199	175,045
存货	809,656	877,893	869,508	871,923	877,998	916,526
其他流动资产	105,957	85,675	96,838	94,433	96,093	98,921
流动资产	1,248,040	1,301,586	1,268,539	1,290,307	1,312,117	1,373,828
%总资产	89.1%	88.5%	88.3%	88.6%	88.4%	89.5%
长期投资	125,562	139,135	138,366	135,692	142,405	149,453
固定资产	11,846	10,718	8,953	8,326	7,634	6,870
%总资产	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
无形资产	969	807	724	863	995	1,122
非流动资产	151,893	168,879	168,373	165,324	171,617	160,914
%总资产	10.9%	11.5%	11.7%	11.4%	11.6%	10.5%
资产总计	1,399,933	1,470,464	1,436,912	1,455,631	1,483,734	1,534,742
短期借款	64,668	81,145	73,740	89,376	73,500	74,960
应付款项	287,011	297,939	304,228	299,032	307,159	320,565
其他流动负债	467,138	463,197	435,763	440,959	453,397	464,284
流动负债	818,817	842,280	813,731	829,367	834,055	859,809
长期贷款	231,904	242,482	235,251	230,546	242,074	254,177
其他长期负债	46,298	63,510	50,902	48,954	50,340	52,097
负债	1,097,019	1,148,273	1,099,885	1,108,867	1,126,468	1,166,084
普通股股东权益	195,561	196,264	198,543	204,000	209,886	216,271
其中：股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
未分配利润	141,052	151,544	157,919	163,376	169,262	175,647
少数股东权益	107,354	125,927	138,484	142,764	147,380	152,388
负债股东权益合计	1,399,933	1,470,464	1,436,912	1,455,631	1,483,734	1,534,742

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.288	1.533	1.008	0.760	0.819	0.889
每股净资产	16.337	16.396	16.586	17.042	17.534	18.067
每股经营现金净流	0.881	0.620	1.164	1.220	2.173	0.989
每股股利	0.580	0.450	0.410	0.304	0.328	0.356
回报率						
净资产收益率	14.00%	9.35%	6.08%	4.46%	4.67%	4.92%
总资产收益率	1.96%	1.25%	0.84%	0.62%	0.66%	0.69%
投入资本收益率	5.38%	3.83%	3.27%	2.47%	2.57%	2.59%
增长率						
主营业务收入增长率	17.19%	-1.37%	23.40%	1.48%	4.37%	5.96%
EBIT增长率	-3.84%	-24.13%	-11.46%	-22.49%	5.48%	4.55%
净利润增长率	-5.39%	-33.01%	-34.23%	-24.63%	7.85%	8.48%
总资产增长率	11.87%	5.04%	-2.28%	1.30%	1.93%	3.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	4.7	4.1	4.1	4.1	4.1
存货周转天数	1,356.9	1,404.8	1,094.7	1,060.0	1,030.0	1,020.0
应付账款周转天数	233.3	243.2	210.2	200.0	195.0	190.0
固定资产周转天数	14.4	13.2	8.8	8.0	6.9	5.8
偿债能力						
净负债/股东权益	54.99%	63.46%	61.08%	57.16%	52.88%	52.70%
EBIT利息保障倍数	13.7	9.6	7.1	6.2	6.7	7.1
资产负债率	78.36%	78.09%	76.55%	76.18%	75.92%	75.98%

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
买入	2	12	36	85	154
增持	0	2	3	8	3
中性	0	1	1	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.13	1.15	1.06

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	2023-03-31	买入	14.41	N/A
2	2023-04-22	买入	14.37	N/A
3	2023-07-07	买入	12.84	N/A
4	2023-08-30	买入	14.50	N/A
5	2023-10-29	买入	11.23	N/A
6	2024-01-21	买入	8.87	N/A
7	2024-04-22	买入	8.10	N/A
8	2024-04-29	买入	8.64	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

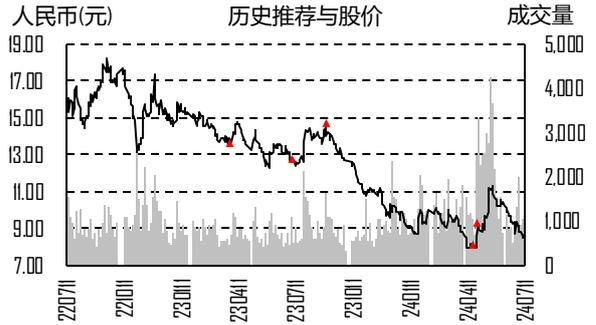
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

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



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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806