

➤ 结转规模增加促营收同比正增，两费费用提升及结算权益比下降致利润承压。 2024 年上半年公司实现营收 1392.49 亿元，同比上升 1.66%，主要系房地产竣工交楼结转规模增加，且公司仍有 3574 亿元合同负债，未来收入保障度较高；2024 年上半年公司毛利率为 16.0%，与 2023 年全年水平保持一致；截至 2024 年上半年，公司扣非归母净利 72.30 亿元，同比下降 38.35%，主要系销售费用因代理及渠道费增加、财务费用因利息收入减少所致的两费费用增加及结算权益比下降的影响；公司经营活动现金流净额-171 亿元，较去年同期下降 243 亿元，其中用于支付 2023 年度拓展项目的土地款 366 亿元，同比增 160 亿元，预计随着以前年度地价支付完毕，公司经营活动现金流将改善。

➤ 销售金额稳居行业第一，核心城市市占率不断提升。 2024 年上半年公司实现销售金额 1733.36 亿元，同比减少 26.81%，实现签约面积 954.25 万平方米，销售金额稳居行业第一，2024 年上半年销售权益比 77%，较去年提升 9 个百分点，权益销售金额约 1330 亿元，较去年同期下降 17%，低于全口径销售金额降幅；2024 年上半年，公司市场占有率较 2023 年底提升 0.06 个百分点至 3.68%，其中 38 个核心城市市场占有率提升 0.3 个百分点至 7.1%，38 个核心城市销售贡献同比提升 2 个百分点至 89%。

➤ 融资成本进一步下降，现金流水平合理充裕。 2024 年上半年公司新增融资的平均成本较 2023 年下降 21BP 至 2.93%，截至 6 月底公司有息负债总额 3735 亿元，综合成本降低至 3.31%，较年初下降 25BP；2024 年上半年公司回笼金额 1466 亿元，销售回笼率 84.6%，主要受二季度销售占比高、当期回笼周期短的影响所致，随着银行按揭的持续放款，全年签约回笼率有望稳步提升；截至 2024 年上半年，公司现金余额 1464 亿元，占总资产 10% 以上，此外公司并表口径已售待回笼资金（含销项税）1033 亿元，整体现金流合理充裕。

➤ 合理布局核心城市，持续加大力度去库存。 公司共拓展项目 12 个，均位于 38 个核心城市，总计容面积 116 万平方米，权益地价 109 亿元，总地价 126 亿元，其中新增货值住宅业态占比达 96%；截至 2024 年上半年，土地储备计容建面 7140 万平方米，较年初下降 8%，核心 38 城面积储备占比约 7 成，已开工未售的存量住宅面积较年初下降 16%，对于未开工存量土地资源，公司正积极响应存量土地盘活政策，在全国多个城市开展存量土地的调规、置换工作。

➤ 投资建议： 公司作为央企龙头，土地储备丰富，现金流充足，我们预测 2024-2026 年营收分别达 3501.18 亿元/3579.38 亿元/3745.64 亿元，同比增长 0.9%/2.2%/4.6%；2024-2026 年 PE 倍数为 9/7/6。维持“推荐”评级。

➤ 风险提示： 公司土地拓展不及预期；市场回暖速度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	346,894	350,118	357,938	374,564
增长率 (%)	23.4	0.9	2.2	4.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	12,067	11,142	13,446	15,467
增长率 (%)	-34.1	-7.7	20.7	15.0
每股收益 (元)	1.01	0.93	1.12	1.29
PE	8	9	7	6
PB	0.5	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.04 元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

分析师 陈立

执业证书：S0100524080001

邮箱：chenli_yj@mszq.com

相关研究

- 保利发展 (600048.SH) 2024 年一季报点评：营收同比提升，全口径销售金额稳居 TOP1-2024/05/02
- 保利发展 (600048.SH) 2023 年年报点评：利润受结转因素承压，分红比例提升彰显央企担当-2024/04/23
- 保利发展 (600048.SH) 2023 年三季报点评：营收净利累计同比增长，销售拓展位列前茅-2023/10/31
- 保利发展 (600048.SH) 2023 年中报点评：营收归母净利获双增长，低成本融资助力公司发展-2023/09/12
- 保利发展 (600048.SH) 2023 年半年度业绩快报点评：业绩符合预期，销售拓展领先行业水平-2023/07/08

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	346,894	350,118	357,938	374,564
营业成本	291,308	295,503	303,235	314,727
营业税金及附加	10,259	10,504	10,738	11,237
销售费用	8,876	9,103	9,306	9,739
管理费用	5,159	5,252	5,369	5,618
研发费用	86	87	89	93
EBIT	26,931	29,764	29,297	33,251
财务费用	4,391	5,465	5,221	5,213
资产减值损失	-5,045	-5,294	-453	-470
投资收益	2,212	3,501	3,579	3,746
营业利润	24,318	22,740	27,442	31,564
营业外收支	308	0	0	0
利润总额	24,626	22,740	27,442	31,564
所得税	6,727	6,208	7,492	8,617
净利润	17,899	16,532	19,950	22,947
归属于母公司净利润	12,067	11,142	13,446	15,467
EBITDA	29,306	32,201	31,852	35,788

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	147,982	174,881	175,575	181,790
应收账款及票据	3,822	3,851	3,937	4,120
预付款项	21,635	21,867	22,439	23,290
存货	869,508	877,110	905,041	939,340
其他流动资产	225,591	220,213	223,607	230,823
流动资产合计	1,268,539	1,297,923	1,330,600	1,379,363
长期股权投资	104,296	104,296	104,296	104,296
固定资产	8,362	8,657	8,805	8,879
无形资产	373	373	373	373
非流动资产合计	168,373	169,167	169,094	169,134
资产合计	1,436,912	1,467,090	1,499,693	1,548,496
短期借款	5,213	6,236	6,236	6,236
应付账款及票据	173,734	175,960	180,564	187,407
其他流动负债	634,784	638,365	650,906	675,339
流动负债合计	813,731	820,561	837,706	868,983
长期借款	235,251	247,889	247,889	247,889
其他长期负债	50,902	50,856	50,856	50,856
非流动负债合计	286,154	298,745	298,745	298,745
负债合计	1,099,885	1,119,306	1,136,451	1,167,728
股本	11,970	11,970	11,970	11,970
少数股东权益	138,484	143,873	150,377	157,857
股东权益合计	337,027	347,784	363,242	380,769
负债和股东权益合计	1,436,912	1,467,090	1,499,693	1,548,496

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.40	0.93	2.23	4.64
EBIT 增长率	-21.89	10.52	-1.57	13.50
净利润增长率	-34.13	-7.66	20.68	15.02
盈利能力 (%)				
毛利率	16.01	15.60	15.28	15.98
净利润率	3.48	3.18	3.76	4.13
总资产收益率 ROA	0.84	0.76	0.90	1.00
净资产收益率 ROE	6.08	5.46	6.32	6.94
偿债能力				
流动比率	1.56	1.58	1.59	1.59
速动比率	0.37	0.40	0.40	0.40
现金比率	0.18	0.21	0.21	0.21
资产负债率 (%)	76.55	76.29	75.78	75.41
经营效率				
应收账款周转天数	4.08	3.94	3.92	3.87
存货周转天数	1,079.72	1,063.92	1,057.88	1,054.85
总资产周转率	0.24	0.24	0.24	0.25
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	0.93	1.12	1.29
每股净资产	16.59	17.03	17.78	18.62
每股经营现金流	1.16	2.53	0.93	1.47
每股股利	0.41	0.38	0.45	0.52
估值分析				
PE	8	9	7	6
PB	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.99	10.00	10.11	9.00
股息收益率 (%)	5.10	4.67	5.63	6.48

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	17,899	16,532	19,950	22,947
折旧和摊销	2,375	2,437	2,555	2,537
营运资金变动	-13,076	3,771	-15,331	-11,783
经营活动现金流	13,930	30,289	11,168	17,537
资本开支	-161	-1,553	-1,625	-1,710
投资	6,143	0	0	0
投资活动现金流	7,266	2,352	1,954	2,036
股权募资	11,049	0	0	0
债务募资	-31,072	7,878	0	0
筹资活动现金流	-49,962	-5,742	-12,429	-13,358
现金净流量	-28,826	26,899	693	6,215

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026