

保利发展（600048.SH）

销售保持领先，负债结构稳定

优于大市

核心观点

归母净利下降 39%。2024 上半年，公司实现营业收入 1392 亿元，同比增长 1.7%；实现归母净利润 74 亿元，同比下降 39.3%，与此前发布的业绩快报基本一致。公司增收不增利的主要原因是项目结转毛利率下降 5.2pct 至 16.0%，以及受结算权益比例下降 11.7pct 至 69.4%。

销售保持领先，持续优化土储。2024 上半年，公司实现销售面积 954 万平方米，同比下降 31.0%；实现销售金额 1733 亿元，同比下降 26.8%，继续稳居行业第一，市占率持续提升至 3.68%。公司在核心 38 城销售贡献提升 2pct 至 89%，其中 32 个城市市占率排名前五，11 个城市市占率排名第一，广州、佛山、太原、石家庄、三亚、莆田等 8 个城市占有率突破 15%。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 上半年末，公司总土储 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%。

负债结构保持稳定。截至 2024 上半年末，公司债务结构持续优化，一年内到期有息负债占比 19.82%，较年初下降 0.99 个 pct；三年以上到期的有息负债占比 33.12%，较年初提升 1.52pct。上半年公司累计实现回笼金额 1466 亿元，回笼率 84.6%，公司现金余额 1464 亿元，占总资产 10%以上，并表口径已售待回笼资金 1033 亿元，整体现金流合理充裕。

投资建议：公司上半年业绩承压，由于公司毛利率仍在筑底阶段，且房价下行带来的资产减值压力仍未完全消除，我们下调此前的盈利预测（下调幅度与公司结算权益比例下降一致），预计公司 24-25 年归母净利润分别为 111/123 亿元（原值为 124/146 亿元），对应 EPS 分别为 0.92/1.02 元，对应最新股价 PE 分别为 8.7/7.8X，维持“优于大市”评级。

风险提示：房价下跌幅度超预期，公司毛利率不及预期，政策放松实际效果不及预期，销售复苏进度不及预期，公司财务风险超预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	281,108	346,894	352,444	361,255	365,951
(+/-%)	-1.4%	23.4%	1.6%	2.5%	1.3%
净利润(百万元)	18347	12067	11060	12263	14525
(+/-%)	-33.0%	-34.2%	-8.3%	10.9%	18.5%
每股收益(元)	1.53	1.01	0.92	1.02	1.21
EBIT Margin	12.5%	9.0%	6.8%	6.8%	7.0%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	6.1%	5.4%	5.8%	6.6%
市盈率 (PE)	5.2	8.0	8.7	7.8	6.6
EV/EBITDA	33.8	36.4	58.6	58.1	55.3
市净率 (PB)	0.49	0.48	0.47	0.45	0.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

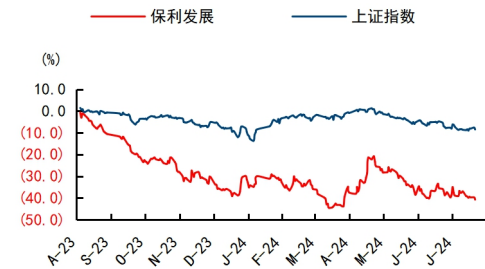
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.04 元
总市值/流通市值	96242/96242 百万元
52 周最高价/最低价	14.89/7.74 元
近 3 个月日均成交额	995.00 百万元

市场走势



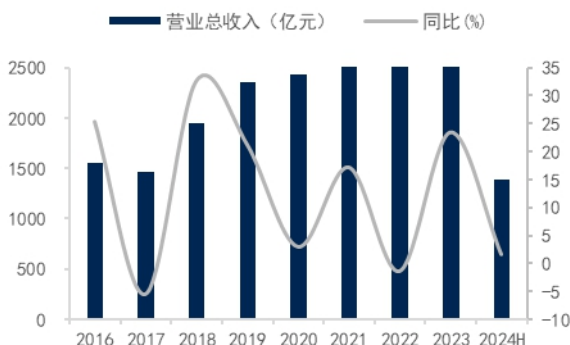
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《保利发展（600048.SH）-业绩短期承压，土储持续优化》——2024-04-25
- 《保利发展（600048.SH）-业绩承压，分红比例提升》——2024-01-23
- 《保利发展（600048.SH）-业绩稳健，投资聚焦》——2023-10-30
- 《保利发展（600048.SH）-业绩回升，经营稳健》——2023-08-31
- 《保利发展（600048.SH）-业绩表现承压，经营保持稳健》——2023-03-31

归母净利下降 39%。2024 上半年，公司实现营业收入 1392 亿元，同比增长 1.7%；实现归母净利润 74 亿元，同比下降 39.3%，与此前发布的业绩快报基本一致。公司增收不增利的主要原因是项目结转毛利率下降 5.2pct 至 16.0%，以及受结算权益比例下降 11.7pct 至 69.4%。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

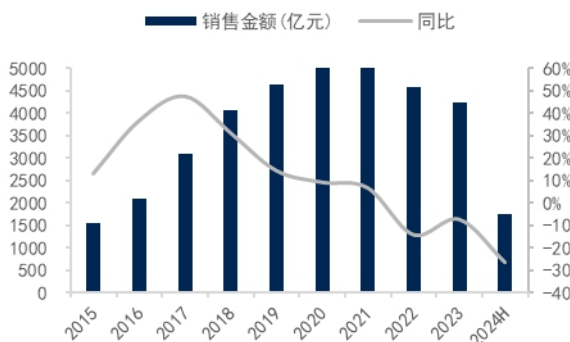
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售保持领先，持续优化土储。2024 上半年，公司实现销售面积 954 万平方米，同比下降 31.0%；实现销售金额 1733 亿元，同比下降 26.8%，继续稳居行业第一，市占率持续提升至 3.68%。公司在核心 38 城销售贡献提升 2pct 至 89%，其中 32 个城市市占率排名前五，11 个城市市占率排名第一，广州、佛山、太原、石家庄、三亚、莆田等 8 个城市占有率突破 15%。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 上半年末，公司总土储 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%。

图3：公司销售面积及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司销售金额及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

负债结构保持稳定。截至 2024 上半年末，公司债务结构持续优化，一年内到期有息负债占比 19.82%，较年初下降 0.99 个 pct；三年以上到期的有息负债占比 33.12%，较年初提升 1.52pct。上半年公司累计实现回笼金额 1466 亿元，回笼率 84.6%，公司现金余额 1464 亿元，占总资产 10%以上，并表口径已售待回笼资金 1033 亿元，整体现金流合理充裕。

投资建议：公司上半年业绩承压，由于公司毛利率仍在筑底阶段，且房价下行带

来的资产减值压力仍未完全消除，我们下调此前的盈利预测（下调幅度与公司结算权益比例下降一致），预计公司 24-25 年归母净利润分别为 111/123 亿元（原值为 124/146 亿元），对应 EPS 分别为 0.92/1.02 元，对应最新股价 PE 分别为 8.7/7.8X，维持“优于大市”评级。

风险提示：房价下跌幅度超预期，公司毛利率不及预期，政策放松实际效果不及预期，销售复苏进度不及预期，公司财务风险超预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	176537	147982	193284	215221	234682	营业收入	281108	346894	352444	361255	365951
应收款项	161463	154203	186015	186250	181497	营业成本	219228	291308	293621	300882	304471
存货净额	877893	869508	1073299	1081134	1048705	营业税金及附加	13121	10259	19384	20230	20493
其他流动资产	84357	96436	111315	107645	108786	销售费用	7530	8876	9023	9393	9515
流动资产合计	1300401	1268539	1564322	1590659	1574079	管理费用	4744	5159	5302	5253	5321
固定资产	10718	8953	6614	6396	6440	研发费用	1238	86	1057	922	707
无形资产及其他	371	373	360	346	332	财务费用	3686	4391	3651	4311	2902
投资性房地产	52725	54750	54750	54750	54750	投资收益	4201	2212	3219	2634	4212
长期股权投资	106250	104296	114879	121475	126550	资产减值及公允价值变动	1014	5061	(2286)	823	1231
资产总计	1470464	1436912	1740925	1773626	1762151	其他收入	(3320)	(9855)	(1057)	(922)	(707)
短期借款及交易性金融负债	81145	73740	150858	166744	153434	营业利润	34693	24318	21339	23722	27984
应付款项	162704	173734	198403	204665	200155	营业外净收支	607	308	213	174	321
其他流动负债	598432	566257	746646	730622	708235	利润总额	35301	24626	21552	23896	28305
流动负债合计	842280	813731	1095908	1102032	1061824	所得税费用	8290	6727	5388	5974	7076
长期借款及应付债券	300199	280516	290516	305516	320516	少数股东损益	8664	5832	5104	5659	6703
其他长期负债	5794	5637	7266	7524	7849	归属于母公司净利润	18347	12067	11060	12263	14525
长期负债合计	305992	286154	297782	313040	328365	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1148273	1099885	1393690	1415072	1390190	净利润	18347	12067	11060	12263	14525
少数股东权益	125927	138484	142056	146018	150710	资产减值准备	1250	3889	(1070)	(78)	42
股东权益	196264	198543	205179	212536	221252	折旧摊销	1524	1627	1383	1422	1445
负债和股东权益总计	1470464	1436912	1740925	1773626	1762151	公允价值变动损失	(1014)	(5061)	2286	(823)	(1231)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	3686	4391	3651	4311	2902
每股收益	1.53	1.01	0.92	1.02	1.21	营运资本变动	(46002)	(15870)	(44865)	(13982)	9510
每股红利	2.61	2.02	0.37	0.41	0.49	其它	(7328)	(9719)	4642	4039	4651
每股净资产	16.40	16.59	17.14	17.76	18.48	经营活动现金流	(33223)	(13065)	(26563)	2841	28942
ROIC	4.23%	3.30%	2%	2%	2%	资本开支	0	(8764)	(247)	(289)	(286)
ROE	9.35%	6.08%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(26)	(260)	0	0	0
毛利率	22%	16%	17%	17%	17%	投资活动现金流	(11186)	(7071)	(10829)	(6885)	(5361)
EBIT Margin	13%	9%	7%	7%	7%	权益性融资	138	11049	0	0	0
EBITDA Margin	13%	9%	7%	7%	7%	负债净变化	10579	(7231)	10000	15000	15000
收入增长	-1%	23%	2%	2%	1%	支付股利、利息	(31216)	(24129)	(4424)	(4905)	(5810)
净利润增长率	-33%	-34%	-8%	11%	18%	其它融资现金流	90699	43252	77118	15886	(13310)
资产负债率	87%	86%	88%	88%	87%	融资活动现金流	49561	(8419)	82694	25981	(4120)
股息率	32.4%	25.1%	4.6%	5.1%	6.0%	现金净变动	5153	(28555)	45302	21937	19461
P/E	5.2	8.0	8.7	7.8	6.6	货币资金的期初余额	171384	176537	147982	193284	215221
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	货币资金的期末余额	176537	147982	193284	215221	234682
EV/EBITDA	33.8	36.4	58.6	58.1	55.3	企业自由现金流	0	(325)	(25686)	5583	29752
						权益自由现金流	0	35696	58694	33236	29265

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032