

保利发展（600048）

证券研究报告
2024年08月21日

市占率提升逻辑稳步兑现，存量优化调整进展积极

事件：公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年，公司实现营业收入 1392.49 亿元，同比增长 1.66%；归母净利润 74.20 亿元，同比下降 39.29%；基本每股收益 0.62 元，同比减少 38.89%。

营收高位平稳增长，利润受权益比下滑影响。收入端，24H1 公司实现营收 1392.49 亿元，同比增长 1.66%，得益于项目竣工交楼结转收入增加，营收规模平稳增长。利润端，24H1 归母净利润 74 亿元，同比下降 39.3%，主要受结算权益比下降的影响。公司毛利率 16.0%，与 23 全年水平保持一致。在行业利润率普遍下行的情况下，公司采用多手段降本增效：24H1 公司除地价外直投成本较计划降低 0.69%；持续加强各项费用管控使得管理费用率较 23 年同期下降 0.15 pct，部分对冲了利润率下行的影响。

二季度把握政策窗口，市占率提升逻辑兑现。销售端，24H1 公司实现签约金额 1733.36 亿元，同比-26.81%，实现签约面积 954.25 万平，同比-31.01%，销售金额稳居行业第一；实现权益销售金额约 1330 亿元，同比-17%，低于全口径销售金额降幅，展现公司自身较强销售韧性；实现销售权益比 77%，较 23 年提升 9pct。24Q2 公司把握政策窗口，加大推货力度，Q2 推货 1254 亿元，环比 Q1+181%，Q2 共现销售金额 1104 亿元，环比 Q1+75%，有力扭转了下滑的趋势，环比增速较百强房企高出约 40pct。从市占率看，24H1 公司市占率较 23 年底提升 0.06pct 至 3.68%，其中 38 个核心城市市场占有率提升 0.3pct 至 7.1%，38 个核心城市销售贡献同比提升 2pct 至 89%，32 城市市占率排名前五，11 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%。

投资韧性好于市场，去存量、调土储进展积极，24H1 公司拓展项目 12 个，均位于 38 个核心城市，总计容面积 116 万平，权益地价 109 亿元，总地价 126 亿元，权益投资强度 8.2%。其中，新增货值住宅业态占比达 96%。公司主动调整投资节奏，在保证新增项目税前成本利润率水平不下降的情况下，择机补充土地资源。24H1 公司持续加大力度去库存，土地储备计容建面 7140 万平方米，较 24 年初下降 8%。公司土地储备结构持续优化，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。

融资优势扩大，债务结构优化，现金流充裕。24H1 公司积极把握低利率融资窗口，新增融资平均成本较 23 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 24 年初下降 25BP。24H1 公司新增负债 938 亿元，累计净增有息负债 193 亿元，融资渠道通畅。债务结构持续优化，一年内到期有息负债占比 19.82%，较 24 年初下降 0.99pct；三年以上到期的有息负债占比 33.12%，较 24 年初提升 1.52pct；直接融资比重提升 1.52pct 至 17.82%。24H1 受 Q2 销售占比高、当期回笼周期短的影响，公司累计实现回笼金额 1466 亿元，回笼率 84.6%；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 24 年上半年营收高位稳定，利润受行业下行波动，销售投资展现优于行业韧性，市占率提升逻辑稳步兑现，融资成本优势持续扩大。我们认为，公司龙头地位稳固，未来销售有望保持良好增速，结转毛利率有望逐步触底回升。考虑房价下行压力，项目结转及存货减值压力，我们调整公司 24-26 年归母净利润预测分别为 110.78、120.31、134.59 亿元（调整前 136.79、144.29、166.63 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：国内外宏观形势变化、房地产销售不及预期、市场竞争加剧风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	281,108.24	346,893.53	353,831.40	364,446.34	375,379.73
增长率(%)	(1.37)	23.40	2.00	3.00	3.00
EBITDA(百万元)	43,223.31	40,191.67	33,387.44	33,565.19	34,673.53
归属母公司净利润(百万元)	18,346.82	12,067.16	11,078.14	12,031.00	13,458.62
增长率(%)	(33.01)	(34.23)	(8.20)	8.60	11.87
EPS(元/股)	1.53	1.01	0.93	1.01	1.12
市盈率(P/E)	5.13	7.81	8.50	7.83	7.00
市净率(P/B)	0.48	0.47	0.44	0.42	0.40
市销率(P/S)	0.34	0.27	0.27	0.26	0.25
EV/EBITDA	10.62	10.16	10.78	10.46	9.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,970.44
流通 A 股股本(百万股)	11,970.44
A 股总市值(百万元)	94,207.39
流通 A 股市值(百万元)	94,207.39
每股净资产(元)	16.31
资产负债率(%)	75.31
一年内最高/最低(元)	14.89/7.74

作者

王雯	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110521120005
wangwena@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110520120003
baorongfu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《保利发展-年报点评报告:地位稳固，趋势向好——保利发展 2023 年报点评》2024-04-24
- 《保利发展-公司点评:减值影响业绩，龙头地位稳固，分红彰显信心——保利发展 2023 业绩快报点评》2024-01-22
- 《保利发展-季报点评:销售跻身第一，投资坚持聚焦》2023-04-24

图 1：保利发展营业收入及同比增速



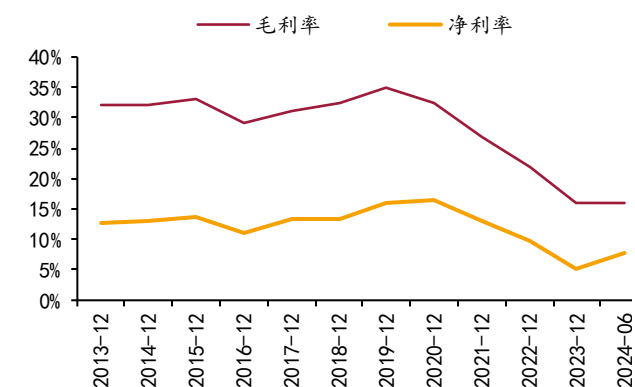
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：保利发展归母净利润及同比增速



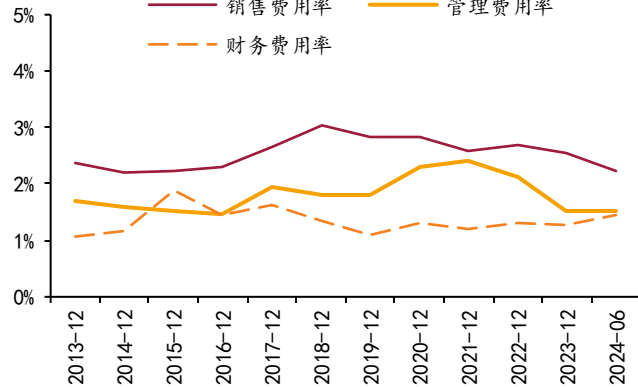
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：保利发展毛利率及净利率



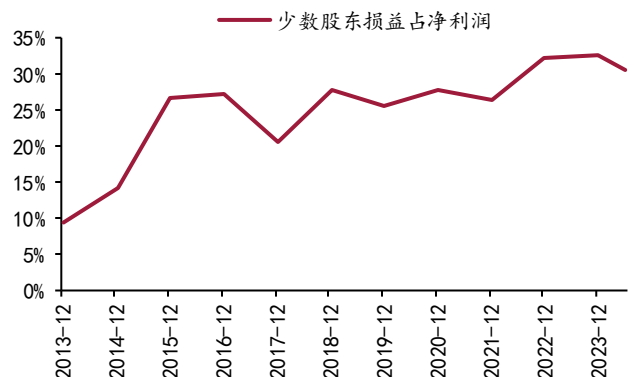
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：保利发展三费率



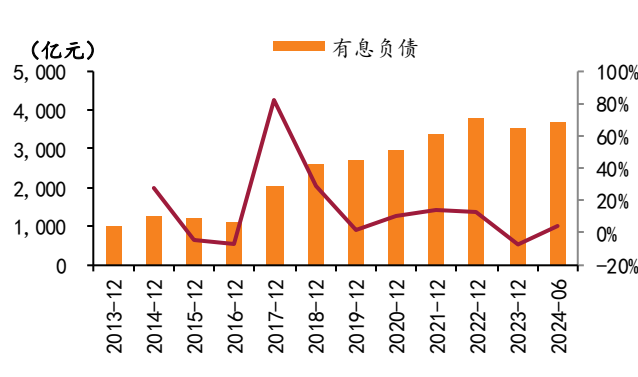
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：保利发展少数股东损益占净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：保利发展有息负债及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	176,537.08	147,982.17	141,532.56	143,956.31	146,398.10
应收票据及应收账款	4,054.33	3,821.84	4,211.85	4,062.85	4,460.09
预付账款	22,556.37	21,635.20	23,547.56	22,880.11	24,826.50
存货	877,893.19	869,508.46	826,535.36	822,724.41	810,818.72
其他	219,086.27	225,361.49	242,385.17	242,521.17	260,199.85
流动资产合计	1,300,127.24	1,268,309.17	1,238,212.50	1,236,144.85	1,246,703.26
长期股权投资	106,249.64	104,296.50	104,296.50	104,296.50	104,296.50
固定资产	10,146.76	8,362.36	7,930.42	7,277.87	6,542.11
在建工程	571.06	590.23	614.97	640.30	666.71
无形资产	370.97	373.48	324.70	275.91	227.13
其他	52,725.36	54,750.49	55,725.08	55,382.91	56,457.00
非流动资产合计	170,063.79	168,373.06	168,891.67	167,873.49	168,189.44
资产总计	1,470,464.41	1,436,911.79	1,407,104.17	1,404,018.33	1,414,892.70
短期借款	1,197.34	5,213.22	2,394.17	3,137.34	5,410.99
应付票据及应付账款	162,703.92	173,733.91	177,057.59	183,399.19	186,987.06
其他	266,359.89	257,569.15	621,384.94	609,701.41	621,080.99
流动负债合计	430,261.14	436,516.29	800,836.70	796,237.93	813,479.04
长期借款	242,482.46	235,251.41	199,100.55	183,007.39	158,826.33
应付债券	57,716.30	45,264.95	47,528.20	48,478.76	49,448.34
其他	5,793.71	5,637.49	5,369.84	5,600.34	5,535.89
非流动负债合计	305,992.47	286,153.85	251,998.59	237,086.49	213,810.56
负债合计	1,148,272.90	1,099,885.15	1,052,835.29	1,033,324.43	1,027,289.61
少数股东权益	125,927.10	138,483.55	142,132.82	146,136.14	150,624.29
股本	11,970.44	11,970.44	11,970.44	11,970.44	11,970.44
资本公积	17,626.25	17,488.20	17,488.20	17,488.20	17,488.20
留存收益	157,618.13	163,993.40	171,748.10	180,169.80	189,590.83
其他	9,049.59	5,091.05	10,929.33	14,929.33	17,929.33
股东权益合计	322,191.51	337,026.64	354,268.89	370,693.91	387,603.09
负债和股东权益总计	1,470,464.41	1,436,911.79	1,407,104.17	1,404,018.33	1,414,892.70

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	27,011.10	17,899.22	11,078.14	12,031.00	13,458.62
折旧摊销	1,691.07	1,758.14	1,527.77	1,571.27	1,612.68
财务费用	6,284.77	6,512.35	3,821.40	3,966.38	4,059.68
投资损失	(4,201.01)	(2,211.89)	(2,322.48)	(2,438.61)	(2,926.33)
营运资金变动	(23,083.56)	(20,286.38)	8,950.50	(3,840.95)	1,972.14
其它	(279.99)	10,258.57	5,031.48	5,753.82	6,449.28
经营活动现金流	7,422.38	13,930.01	28,086.80	17,042.91	24,626.07
资本支出	10,406.80	(1,933.07)	1,339.43	664.75	918.99
长期投资	11,160.26	(1,953.15)	0.00	0.00	0.00
其他	(20,929.74)	11,151.93	275.02	809.25	1,077.78
投资活动现金流	637.32	7,265.72	1,614.45	1,474.00	1,996.77
债权融资	39,465.29	(31,478.33)	(37,101.73)	(14,768.16)	(21,219.97)
股权融资	(15,175.35)	(8,961.41)	950.87	(1,325.01)	(2,961.08)
其他	(27,305.35)	(9,521.94)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(3,015.41)	(49,961.68)	(36,150.86)	(16,093.17)	(24,181.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,044.29	(28,765.95)	(6,449.61)	2,423.75	2,441.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	281,108.24	346,893.53	353,831.40	364,446.34	375,379.73
营业成本	219,228.01	291,308.02	297,841.84	306,048.21	314,478.89
营业税金及附加	13,121.19	10,258.62	13,489.73	13,894.42	14,311.25
销售费用	7,529.75	8,876.02	9,411.92	10,058.72	10,360.48
管理费用	4,744.35	5,159.49	6,015.13	6,560.03	6,756.84
研发费用	1,238.48	85.87	353.83	364.45	375.38
财务费用	3,686.48	4,391.27	3,821.40	3,966.38	4,059.68
资产/信用减值损失	(1,277.44)	(5,087.61)	(3,051.03)	(2,054.09)	(1,057.33)
公允价值变动收益	(141.85)	15.85	(181.76)	34.79	37.63
投资净收益	4,201.01	2,211.89	2,322.48	2,438.61	2,926.33
其他	(5,914.96)	5,356.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	34,693.23	24,318.02	21,987.24	23,973.45	26,943.83
营业外收入	781.26	572.10	621.62	658.33	617.35
营业外支出	173.89	263.98	194.84	210.90	223.24
利润总额	35,300.60	24,626.13	22,414.02	24,420.87	27,337.94
所得税	8,289.51	6,726.91	6,122.65	6,670.84	7,467.67
净利润	27,011.10	17,899.22	16,291.38	17,750.03	19,870.27
少数股东损益	8,664.28	5,832.06	5,213.24	5,719.03	6,411.65
归属于母公司净利润	18,346.82	12,067.16	11,078.14	12,031.00	13,458.62
每股收益(元)	1.53	1.01	0.93	1.01	1.12

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-1.37%	23.40%	2.00%	3.00%	3.00%
营业利润	-30.15%	-29.91%	-9.58%	9.03%	12.39%
归属于母公司净利润	-33.01%	-34.23%	-8.20%	8.60%	11.87%
获利能力					
毛利率	22.01%	16.02%	15.82%	16.02%	16.22%
净利率	6.53%	3.48%	3.13%	3.30%	3.59%
ROE	9.35%	6.08%	5.22%	5.36%	5.68%
ROIC	6.92%	4.40%	3.84%	4.25%	4.68%
偿债能力					
资产负债率	78.09%	76.55%	74.82%	73.60%	72.61%
净负债率	63.57%	61.20%	50.65%	44.84%	37.83%
流动比率	1.54	1.56	1.55	1.55	1.53
速动比率	0.50	0.49	0.51	0.52	0.54
营运能力					
应收账款周转率	77.57	88.09	88.09	88.09	88.09
存货周转率	0.33	0.40	0.42	0.44	0.46
总资产周转率	0.20	0.24	0.25	0.26	0.27
每股指标(元)					
每股收益	1.53	1.01	0.93	1.01	1.12
每股经营现金流	0.62	1.16	2.35	1.42	2.06
每股净资产	16.40	16.59	17.72	18.76	19.80
估值比率					
市盈率	5.13	7.81	8.50	7.83	7.00
市净率	0.48	0.47	0.44	0.42	0.40
EV/EBITDA	10.62	10.16	10.78	10.46	9.65
EV/EBIT	11.01	10.58	11.30	10.97	10.13

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com