公司研究 | 点评报告 | 保利发展（600048.SH）

短期业绩依旧承压，Q3 投资强度明显提升
——保利发展 2024 年三季报点评

报告要点

尽管周期压力难免，但考虑公司在融资、拿地与品牌口碑等方面的竞争优势，公司短期估值呈现较大弹性。格局优化为公司长期投资逻辑，拟发行可转债则为市占率提升提供催化，公司远期估值仍存进一步提升空间。

分析师及联系人

刘义

SAC：S0490520040001

SFC：BUV416

袁佳楠

SAC：S0490520070001

| 证券研究报告 |

2024-10-29

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

保利发展（600048.SH）

短期业绩依旧承压，Q3 投资强度明显提升——保利发展 2024 年三季报点评

事件描述

公司 2024Q1-3 实现营收 1828 亿元（-5.1%），归母净利润 78 亿元（-41.2%），扣非归母净利润 75 亿元（-41.0%）。

事件评论

- **周期压力在后端呈现，结算利润率下行与少数损益占比提升压制公司业绩表现。**2024Q1-3 公司实现竣工面积 2062 万平（-26.6%），结算均价上涨冲抵缩量压力（如 2024H1 全口径结算均价同比+17.5%），最终实现营收 1828 亿元（-5.1%）。周期压力下毛利率依旧承压，2024Q1-3 公司综合毛利率 15.9%（-3.5pct，上年全年为 16.0%）。尽管投资收益提升对利润率下行有所对冲，但受结算项目结构等影响，2024Q1-3 少数股东损益占比有所提升，最终公司实现归母净利润 78 亿元（-41.2%）。后续展望方面，2024 年竣工目标 3400 万平（较 2023 年实际-16.1%），但前期上涨的销售均价或将在后端结算逐渐体现；预收和潜在可结转量相对充裕（2024H1 预收/年化结算为 1.10，2024Q3 末总预收较年中+4.3%），随着低价土地陆续结算，公司业绩有望逐渐改善。
- **三季度投资力度明显提升，楼市新政后全年销售降幅有望收窄。**2024Q1-3 受行业需求低迷与供货节奏影响，公司实现销售金额 2417 亿元（-27.9%），面积 1350 万平（-29.7%），均价 1.79 万元/平（+2.5%）。需求表现低迷下公司更倾向以销定产，拿地端更为审慎，2024Q1-3 拿地金额 415 亿元（-61.6%），面积 223 万平（-65.9%），均价 1.86 万元/平（+12.6%），其中核心 38 城拓展金额占比 99%；拿地面积强度 16.5%（-17.6pct），拿地金额强度 17.2%（-15.1pct）。尽管前三季度拿地强度仍相对偏低，但下半年公司投资力度已明显提升，2024Q3 单季拿地金额 289 亿元，达到上半年拓展金额的 2.3X。前期控制拿地节奏留存现金为公司下半年补充优质土储奠定基础，2024Q3 在北京、上海、成都、广州等核心城市均有斩获。考虑公司在手土储仍相对充裕，以及楼市新政以来市场热度明显提升，全年销售降幅或将收窄。
- **可转债发行申请已获上交所受理，资金实力有望进一步提升。**公司拟向特定对象发行不超过 95 亿可转债，债券期限六年，其中保利集团承诺以现金方式认购不超过 10 亿元，当前可转债发行申请已获上交所受理。发行可转债有助于公司进一步优化债务结构，提升资金实力，使得公司在未来拓展优质土储、存量市场整合中占据先机，市占率有望持续上行，公司也有望逐渐享有更高估值溢价。
- **格局优化为长期投资价值，发行可转债增厚资金实力助力远期市占率提升。**尽管周期压力难免，但考虑公司在融资、拿地与品牌口碑等方面的竞争优势，公司短期估值呈现较大弹性。格局优化为公司长期投资逻辑，拟发行可转债则为市占率提升提供催化，公司远期估值仍存进一步提升空间。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 111/120/125 亿元，对应 PE 为 11.5/10.6/10.2X，维持“买入”评级。

风险提示

1、毛利率何时触底存在一定不确定性；

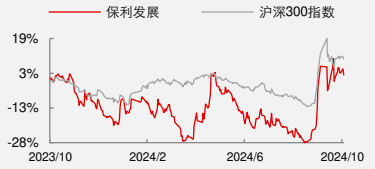
2、如若房价继续下行，公司仍存一定减值压力。

公司基础数据

当前股价(元)	10.62
总股本(万股)	1,197,044
流通A股/B股(万股)	1,197,044/0
每股净资产(元)	16.34
近12月最高/最低价(元)	12.13/7.30

注：股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《周期压力扰动短期表现，拟发行可转债提升资金实力——保利发展 2024 年中报点评》2024-08-21
- 《周期压力不改长期逻辑，龙头估值修复可期——保利发展 2024 年一季报点评》2024-05-05
- 《周期逻辑不改长期逻辑，估值已反应悲观预期——保利发展 2023 年报点评》2024-04-24

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、毛利率何时触底存在一定不确定性：近年结算毛利率持续下行成为压制房地产上市公司业绩的重要因素，考虑公司近年拿地质量较好，预计后续利润率大概率会有更好表现，但受结算节奏与结构影响，毛利率何时触底仍存在一定不确定性。

2、如若房价继续下行，公司仍存一定减值压力：2023 年公司业绩承压的重要原因之一为资产减值，如若房价持续承压，公司仍存一定减值压力。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**346894**	**352558**	**338954**	**326434**
营业成本	291308	298351	285353	273429
毛利	**55586**	**54206**	**53601**	**53005**
%营业收入	16%	15%	16%	16%
营业税金及附加	10259	9872	9491	9140
%营业收入	3%	3%	3%	3%
销售费用	8876	8814	8474	8161
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	5159	4936	4745	4570
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	86	87	84	81
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	4391	3594	3517	3566
%营业收入	1%	1%	1%	1%
加：资产减值损失	-5045	5000	4000	4000
信用减值损失	-43	0	0	0
公允价值变动收益	16	100	100	100
投资收益	2212	1763	1695	1632
营业利润	**24318**	**24136**	**25441**	**25561**
%营业收入	7%	7%	8%	8%
营业外收支	308	324	340	357
利润总额	**24626**	**24459**	**25780**	**25918**
%营业收入	7%	7%	8%	8%
所得税费用	6727	6604	6961	6998
净利润	17899	17855	18820	18920
归属于母公司所有者的净利润	**12067**	**11070**	**12045**	**12487**
少数股东损益	5832	6785	6775	6433
EPS（元）	**1.01**	**0.92**	**1.01**	**1.04**

现金流量表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	**13930**	**72984**	**36814**	**36389**
取得投资收益收回现金	834	1763	1695	1632
长期股权投资	1953	2148	2363	2600
资本性支出	1782	-1000	-500	-583
其他	2697	640	647	656
投资活动现金流净额	**7266**	**3551**	**4205**	**4304**
债券融资	-12451	0	0	0
股权融资	11049	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-3215	-4213	1000	1000
筹资成本	-24129	-17126	-17509	-17731
其他	-21215	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-49962**	**-21339**	**-16509**	**-16731**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-28766**	**55196**	**24510**	**23963**

资产负债表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	147982	203178	227688	251651
交易性金融资产	409	409	409	409
应收账款	3821	3864	3715	3577
存货	869508	817401	781790	749121
预付账款	21635	22376	21401	20507
其他流动资产	225182	248662	246588	244705
流动资产合计	**1268539**	**1295890**	**1281591**	**1269971**
长期股权投资	104296	102148	99785	97185
投资性房地产	32635	32635	32635	32635
固定资产合计	8362	9123	9374	9696
无形资产	373	373	373	373
商誉	66	66	66	66
递延所得税资产	16274	16274	16274	16274
其他非流动资产	6366	6385	6404	6423
资产总计	**1436912**	**1462895**	**1446502**	**1432625**
短期贷款	5213	0	0	0
应付款项	173439	177632	169893	162794
预收账款	817	705	678	653
应付职工薪酬	764	782	748	717
应交税费	23645	24031	23103	22250
其他流动负债	609854	622137	599470	578676
流动负债合计	**813731**	**825287**	**793893**	**765090**
长期借款	235251	236251	237251	238251
应付债券	45265	45265	45265	45265
递延所得税负债	1686	1686	1686	1686
其他非流动负债	3951	3951	3951	3951
负债合计	**1099885**	**1112441**	**1082047**	**1054244**
归属于母公司所有者权益	198543	205185	212412	219904
少数股东权益	138484	145269	152044	158477
股东权益	**337027**	**350454**	**364456**	**378381**
负债及股东权益	**1436912**	**1462895**	**1446502**	**1432625**

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.01	0.92	1.01	1.04
每股经营现金流	1.16	6.10	3.08	3.04
市盈率	10.53	11.48	10.55	10.18
市净率	0.64	0.62	0.60	0.58
EV/EBITDA	10.04	9.04	8.19	7.39
总资产收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
净资产收益率	6.1%	5.4%	5.7%	5.7%
净利率	3.5%	3.1%	3.6%	3.8%
资产负债率	76.5%	76.0%	74.8%	73.6%
总资产周转率	0.24	0.24	0.23	0.23

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430015）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。