

房地产

2025 年 01 月 19 日

保利发展 (600048)

——业绩下滑明显，定向可转债获批

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 01 月 17 日

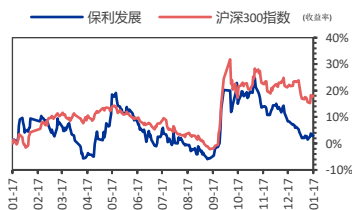
收盘价 (元)	8.66
一年内最高/最低 (元)	12.13/7.30
市净率	0.5
息率 (分红/股价)	4.73
流通 A 股市场值 (百万元)	103,664
上证指数/深证成指	3,241.82/10,161.32

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	16.34
资产负债率%	74.89
总股本/流通 A 股 (百万)	11,970/11,970
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏
(8621)23297818x
chenpeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **24 年业绩同比-58%、低于市场预期，轻装上阵、格局优化下未来可期。**公司发布 2024 年度业绩快报，2024 年公司实现营业总收入 3,128.1 亿元，同比-9.83%；营业利润 150.8 亿元，同比-38.00%；利润总额 155.5 亿元，同比-36.85%；归母净利润 50.2 亿元，同比-58.43%；扣非后归母净利润 44.9 亿元，同比-61.90%；每股收益 0.42 元/股，同比-58.11%。公司业绩低于市场预期，主要源于：房地产项目交付结转规模下降，同时项目结算毛利率下滑、市场下行导致公司对部分项目计提减值准备；24 年公司营业利润率 4.8%，同比-2.2pct；归母净利率 1.6%，同比-1.9pct。截至 24Q3 末，公司合同负债（包括预收账款）3,738 亿元，同比-16.4%，是 2024 年总营收 1.19 倍，未来结算项目有保障。
- **24 年销售金额同比-24%，排名稳居行业第一，拿地聚焦核心一二线城市。**公司公告，2024 年公司实现销售金额 3230.29 亿元，同比-23.50%；销售面积 1796.61 万平，同比-24.71%。行情需求景气度下行阶段，公司销售表现出更强韧性。根据克而瑞数据，公司 2024 年销售额全国排名稳居行业第一位。公司 2024 年累计获取 37 幅地块，拿地金额 682.5 亿元，同比-57.4%；拿地面积 328.5 万方，同比-68.4%；权益比例 90%，同比+9pct；拿地销售金额比 21.1%、拿地销售面积比均为 18.3%。截至 2024Q3 末，公司待开发面积 5,286 万平、在建面积 8,713 万平，土储规模充沛。
- **三条红线绿档，拟发行不超 95 亿定向可转债获交易所通过，融资优势明显。**至 2024Q3 末，根据我们计算，公司剔除预资产负债率为 65.5%、净负债率 66.0%、现金短债比 2.0 倍，三条红线稳居绿档。此外，24 年 8 月 19 日，公司发布公告拟向特定对象发行可转换公司债券，发行总额不超过 95 亿元，期限 6 年，票面利率采用竞价方式确定，转股期自发行结束之日满 6 个月后开始，25 年 1 月 16 日，公司可转债已经获得上交所审核通过。我们认为定向可转债相对定增具备三大优势：1) 5 年半的转股时间较为从容；2) 转股价早期确定便于后续转股（后续更容易实现 PB1 倍）；3) 目前资产荒下保险资金有偏好。
- **投资分析意见：业绩下滑明显，定向可转债获批，维持“买入”评级。**我们预计我国房地产加速出清后格局优化，集中度和盈利能力将进一步提升，保利等优质房企有望获更大发展空间。考虑到公司减值压力较大、且目前利润率仍将维持低位，结合公司业绩快报，我们下调 24-26 年归母净利润预测为 50.2、51.3、60.0 亿元（原值为 115、121、131 亿元），现价对应 24/25PE 为 20.7/20.2 倍，对应 25 年 PB 仅 0.5 倍。目前申万房地产板块 PE-ttm（剔除负值）20.6 倍/PB0.73 倍，目前行业整体业绩亏损严重，板块 PE-ttm（不剔除负值）为-19 倍；尽管公司 PE 由于业绩波动导致被动提升，但此阶段公司现金流重要性突显；且公司销售规模行业第一、央企背景本身也应享有一定估值溢价；PB 端公司估值仍具吸引力，未来净资产重估仍有较大提升空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：房地产政策超预期收紧，销售超预期下滑，定增可转债落地仍具备不确定性。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	346,894	182,774	312,808	281,527	287,721
同比增长率 (%)	23.4	-5.1	-9.8	-10.0	2.2
归母净利润 (百万元)	12,067	7,813	5,016	5,128	6,003
同比增长率 (%)	-34.1	-41.2	-58.4	2.2	17.1
每股收益 (元/股)	1.01	0.66	0.42	0.43	0.50
毛利率 (%)	16.0	15.9	14.0	14.2	14.5
ROE (%)	6.1	3.9	2.6	2.6	2.9
市盈率	9		21	20	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	281,108	346,894	312,808	281,527	287,721
其中: 营业收入	281,017	346,828	312,808	281,527	287,721
减: 营业成本	219,228	291,308	269,015	241,550	246,001
减: 税金及附加	13,121	10,259	9,384	8,446	8,632
主营业务利润	48,668	45,261	34,409	31,531	33,088
减: 销售费用	7,530	8,876	8,133	7,320	7,481
减: 管理费用	4,744	5,159	4,692	4,223	4,316
减: 研发费用	1,238	86	17	22	29
减: 财务费用	3,686	4,391	4,474	4,035	4,313
经营性利润	31,470	26,749	17,093	15,931	16,949
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-122	-43	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1,156	-5,045	-3,500	-2,500	-1,500
加: 投资收益及其他	4,440	2,344	2,253	2,387	2,342
营业利润	34,693	24,318	15,078	15,050	17,023
加: 营业外净收入	607	308	472	327	400
利润总额	35,301	24,626	15,550	15,377	17,423
减: 所得税	8,313	6,727	5,103	4,698	5,446
净利润	26,987	17,899	10,447	10,679	11,977
少数股东损益	8,667	5,832	5,431	5,552	5,974
归属于母公司所有者的净利润	18,320	12,067	5,016	5,128	6,003

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。