

保利发展 (600048.SH)

强烈推荐 (维持)

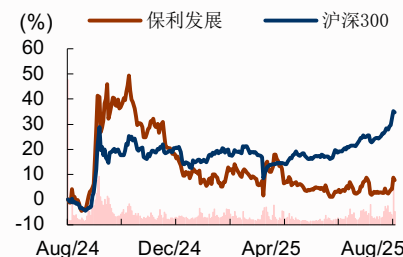
周期/房地产
目标估值:
当前股价: 8.22 元

基础数据

总股本 (百万股)	11970
已上市流通股 (百万股)	11970
总市值 (十亿元)	98.4
流通市值 (十亿元)	98.4
每股净资产 (MRQ)	16.6
ROE (TTM)	0.1
资产负债率	73.5%
主要股东	保利南方集团有限公司
主要股东持股比例	37.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	2	7
相对表现	-7	-12	-28



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《保利发展 (600048) — 多措并举盘活存量资源, 定向可转债获证监会批复》2025-05-12
- 《保利发展 (600048) — 销售保持行业第一, 广州一地块对土地投资贡献较大》2024-10-29
- 《保利发展 (600048) — 销售保持行业第一, 推出 95 亿可转债方案》2024-08-20

区宇轩 S1090524090001
 ouyuxuan@cmschina.com.cn
 赵可 S1090513110001
 zhaoke@cmschina.com.cn

营收承压, 存量土地置换助力拿地力度提高

25H1 公司实现归母净利润 27 亿元, 同比下降 63.5%, 与业绩快报基本一致, 判断公司后续营收增长或承压, 结转毛利率或仍在筑底阶段; 销售排名保持行业第一, 增量项目销售占比提升, 投资端拿地力度提高; 多措并举盘活存量资源, “调转换退”取得一定进展; 融资成本持续下降, 直融占比提升, 成功发行国内首单现金类定向可转债; 资产经营稳步发展, 物业服务规模持续扩大。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.36、0.38 和 0.53 元, 认为公司具备穿越周期的能力, 若行业右侧出现其仍是竞争格局改善的核心受益标的, 且随着公司逐步盘活存量资源, 市场对公司减值压力的担忧或有望缓释, 维持“强烈推荐”评级。

□ 25H1 公司实现归母净利润 27 亿元, 同比下降 63.5%, 与业绩快报基本一致, 判断公司后续营收增长或承压, 结转毛利率或仍在筑底阶段。公司 25H1 营收/营业利润/归母净利分别为 1169 亿/98 亿/27 亿, 同比分别-16.1%/-29.7%/-63.5%, 与业绩快报基本一致。在行业下行的背景下, 由于房价下行等因素, 毛利率同比 24H1 降低 1.4 PCT 至 14.6% (较 24 年全年上升 0.7 PCT), 三费率较 24H1 上升 0.6 PCT 至 5.7%, 其中, 销售费率上升 0.4 PCT 至 2.6%, 管理费率基本持平于 1.5%, 财务费用率上升 0.2 PCT 至 1.6%, 投资净收益较 24H1 减少 7.8 亿元至 9.2 亿元, 在市场下行背景下, 公司 25H1 计提资产减值损失 2636.5 万 (24H1 冲回 88.9 万), 信用减值损失冲回 565.9 万 (24H1 的计提 1.1 亿), 上述因素使得营业利润同比较营收同比降低 13.6 PCT 至 -29.7%; 在 25H1 结算权益比同比下降以及实际所得税率同比提高共同影响下, 最终归母净利润同比较营业利润同比降低 33.8 PCT 至 -63.5%。

据公司 24 年报披露, 公司 25 年新开工/竣工计划分别为 800 万平方米/2540 万平方米, 较 24 年实际完成额分别-37.3%/-22.0%。截至 25H1 公司合同负债 3336 亿, 合同负债对 24 年全年营收保障倍数为 1.07 (23 年末为 1.09, 24 年末为 1.07)。结合公司竣工计划以及合同负债情况等判断公司后续营收增长或承压。毛利率方面, 增量项目进入结算对毛利率的正向贡献和存量项目结算对毛利率的拖累或并存, 判断结算毛利率或仍在筑底阶段。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	346894	311666	280500	258060	259350
同比增长	23%	-10%	-10%	-8%	0%
营业利润(百万元)	24318	15141	11407	11448	14919
同比增长	-30%	-38%	-25%	0%	30%
归母净利润(百万元)	12067	5001	4267	4563	6270
同比增长	-34%	-59%	-15%	7%	37%
每股收益(元)	1.01	0.42	0.36	0.38	0.53
PE	8.1	19.5	22.9	21.4	15.6
PB	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源: 公司数据、招商证券

- **销售排名保持行业第一，增量项目销售占比提升，投资端拿地力度提高。**

25H1 公司实现销售签约面积 714 万平方米，同比下降 25.2%，实现销售签约金额 1452 亿元，同比下降 16.2%。结构上，公司 2021 年及以前获取的存量项目签约金额约 514 亿元，占比 35%；2022 年及之后获取的增量项目合计签约金额约 937 亿元，占比 65%，增量项目销售金额占比较 2024 年全年提升 5 PCT。

土地拓展方面，公司 25H1 新拓展项目 26 个，总地价为 509 亿元，同比上升 304.0%，全口径投资力度约 35.1%，同比 24H1 上升 27.8 PCT，较 24 年全年上升 14.0 PCT，拓展容积率面积 228 万平方米，同比上升 96.6%。据公司披露，新拓展项目中 8 个项目挂钩存量土地置换或资金回收，加速存量问题化解。

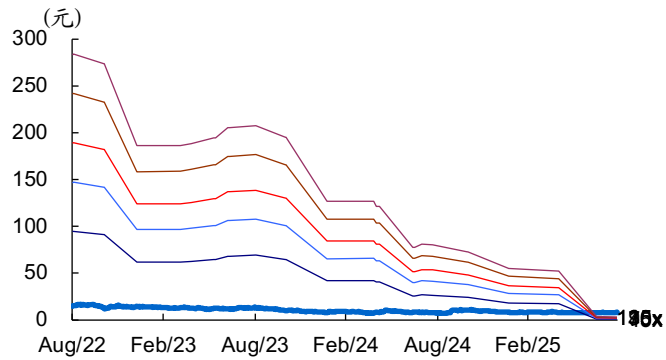
截至 25H1，公司待售土地储备计容建面约 5855 万平方米，根据 2024 年签约销售面积估算大约可覆盖 3.3 年。据公司披露，土地储备中增量项目（2022 年及以后获取的项目）约 894 万平方米，较年初下降 84 万平方米，增量项目面积占比约 15%；存量项目（2022 年以前获取的项目）约 4961 万平方米，较年初下降 319 万平方米，存量项目面积占比约 85%。
- **多措并举盘活存量资源，“调转换退”取得一定进展。**据公司披露，公司积极谋划推进存量土地“调转换退”，即通过“调规转性、换地、退地”等多种方式，优化存量用地，降低资金占压；在公司 24 年报披露的“近年来，已完成约 270 万方存量未开工土地资源盘活”基础上，25H1 新完成“调转换退”51 万平方米，多个项目突破开发限制或实现调规转性。
- **融资成本持续下降，直融占比提升，成功发行国内首单现金类定向可转债。**

截至 25H1，公司有息负债综合融资成本为 2.89%，较年初下降 21 BP；年内新增有息负债综合成本为 2.71%，较年初下降 21 BP，融资成本进一步下降。结构上，公司直接融资占有息负债比重 21.53%，较年初提升 1.50 PCT。公司三年以上到期有息负债占比 42.8%，较年初提升 3.2 PCT，一年内到期有息负债占比 21.4%，较年初下降 2.9 PCT。公司 25H1 回笼金额 1448 亿元，综合回笼率 100%。同时，据公司披露，公司上半年成功发行国内首单现金类定向可转债，发行规模 85 亿元，6 年期综合成本 2.32%。
- **资产经营稳步发展，物业服务规模持续扩大。**截至 25H1，公司租赁住房、购物中心、酒店、写字楼等商业经营类资产项目累计开业 573 万平方米，同比增长 13.5%，25H1 实现收入约 25 亿元，同比增长 12.5%。物业服务方面，截至 25H1，保利物业管理及在管面积分别约为 9.96 亿平方米与 8.34 亿平方米，同比分别增长 0.46 亿平方米、0.77 亿平方米。25H1 保利物业营收 83.9 亿元，同比增长 6.6%；归母净利润 8.9 亿元，同比增长 5.3%，25H1 第三方项目物管收入约 27.78 亿元，同比增长 19.9%。
- **投资建议：**25H1 公司实现归母净利润 27 亿元，同比下降 63.5%，与业绩快报基本一致，判断公司后续营收增长或承压，结转毛利率或仍在筑底阶段；销售排名保持行业第一，增量项目销售占比提升，投资端拿地力度提高；多措并举盘活存量资源，“调转换退”取得一定进展；融资成本持续下降，直融占比提升，成功发行国内首单现金类定向可转债；资产经营稳步发展，物业服务规模持续扩大。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.36、0.38 和 0.53 元，认为公司具备穿越周期的能力，若行业右侧出现其仍是竞争格局改善的

核心受益标的，且随着公司逐步盘活存量资源，市场对公司减值压力的担忧或有望缓释，维持“强烈推荐”评级。

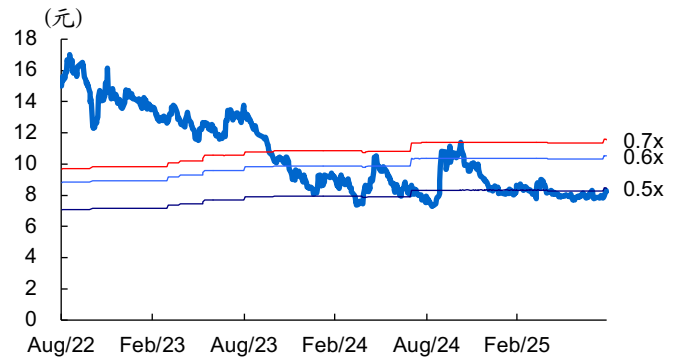
- 风险提示：销售增长低于预期、结算规模低于预期、毛利率改善不及预期、资产减值损失高于预期、存量资产盘活进度不及预期、增量项目去化情况不及预期等。

图 1: 保利发展历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 保利发展历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1268539	1167068	1148961	1147894	1187627
现金	147982	134167	144630	161181	176569
交易性投资	409	516	541	568	597
应收票据	0	22	20	18	18
应收款项	3821	4932	4439	4084	4104
其它应收款	150388	143141	128827	118521	119114
存货	869508	798559	793113	792437	816019
其他	96429	85731	77391	71084	71206
非流动资产	168373	168040	166331	169846	176616
长期股权投资	104296	101288	99262	101247	106310
固定资产	8362	5586	5176	4854	4605
无形资产商誉	439	412	371	334	300
其他	55275	60754	61522	63411	65401
资产总计	1436912	1335108	1315292	1317740	1364243
流动负债	813731	722599	685151	672452	703174
短期借款	5213	4827	4876	5119	5375
应付账款	173734	145838	136659	125004	128612
预收账款	378032	335385	322126	323671	345921
其他	256752	236548	221490	218657	223266
长期负债	286154	269980	281888	290751	297923
长期借款	235251	208132	208826	212307	215845
其他	50902	61847	73062	78445	82078
负债合计	1099885	992578	967039	963203	1001097
股本	11970	11970	11970	11970	11970
资本公积金	22337	21972	21972	21972	21972
留存收益	164236	163654	165886	168727	173156
少数股东权益	138484	144933	148424	151867	156047
归属于母公司所有者权益	198543	197596	199828	202670	207099
负债及权益合计	1436912	1335108	1315292	1317740	1364243

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13930	6257	12054	15268	18116
净利润	17899	9738	7758	8006	10450
折旧摊销	1758	1727	1123	1033	963
财务费用	6512	5918	3610	3547	3531
投资收益	(2212)	(1790)	(1766)	(1790)	(1816)
营运资金变动	(7618)	(7565)	1506	4472	4988
其它	(2410)	(1769)	(178)	0	0
投资活动现金流	7266	(1331)	2503	(2785)	(5944)
资本支出	(179)	(179)	(624)	(637)	(649)
其他投资	7445	(1151)	3127	(2149)	(5295)
筹资活动现金流	(49962)	(18990)	(4094)	4069	3216
借款变动	(22231)	(20208)	(9664)	3955	4955
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(4290)	(365)	0	0	0
股利分配	(5387)	(4908)	(2035)	(1722)	(1841)
其他	(18054)	6491	7605	1836	103
现金净增加额	(28766)	(14063)	10462	16552	15388

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	346894	311666	280500	258060	259350
营业成本	291308	268260	244035	223222	221744
营业税金及附加	10259	5904	5313	4888	4913
营业费用	8876	8893	8003	7742	7521
管理费用	5159	5081	4768	4387	4150
研发费用	86	56	51	47	47
财务费用	4391	4643	3610	3547	3531
资产减值损失	(4856)	(5642)	(5078)	(4570)	(4341)
公允价值变动收益	16	76	72	69	65
其他收益	132	86	82	78	74
投资收益	2212	1790	1611	1644	1676
营业利润	24318	15141	11407	11448	14919
营业外收入	572	583	595	607	619
营业外支出	264	143	146	149	152
利润总额	24626	15581	11856	11905	15386
所得税	6727	5843	4098	3899	4935
少数股东损益	5832	4737	3491	3442	4180
归属于母公司净利润	12067	5001	4267	4563	6270

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	23%	-10%	-10%	-8%	0%
营业利润	-30%	-38%	-25%	0%	30%
归母净利润	-34%	-59%	-15%	7%	37%
获利能力					
毛利率	16.0%	13.9%	13.0%	13.5%	14.5%
净利率	3.5%	1.6%	1.5%	1.8%	2.4%
ROE	6.1%	2.5%	2.1%	2.3%	3.1%
ROIC	3.1%	1.8%	1.4%	1.5%	1.8%
偿债能力					
资产负债率	76.5%	74.3%	73.5%	73.1%	73.4%
净负债比率	21.5%	21.9%	21.5%	21.8%	21.4%
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	88.1	71.0	59.6	60.3	63.1
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	1.01	0.42	0.36	0.38	0.53
每股经营净现金	1.17	0.53	1.02	1.29	1.53
每股净资产	16.59	16.51	16.69	16.93	17.30
每股股利	0.41	0.17	0.14	0.15	0.21
估值比率					
PE	8.1	19.5	22.9	21.4	15.6
PB	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。