

保利发展 (600048.SH)

强烈推荐 (维持)

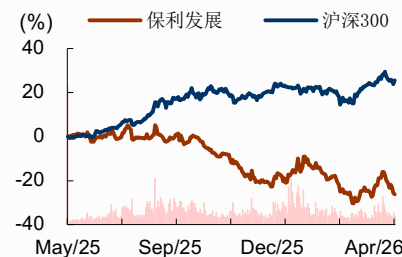
周期/房地产
当前股价: 5.82 元

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) | 69.7 |
| 流通市值 (十亿元) | 69.7 |
| 每股净资产 (MRQ) | 16.2 |
| ROE (TTM) | -0.0 |
| 资产负债率 | 71.9% |
| 主要股东 | 中国保利集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 40.72% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -3 | -18 | -28 |
| 相对表现 | -3 | -26 | -51 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《保利发展 (600048) — 营收承压, 存量土地置换助力拿地力度提高》2025-08-27
- 《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

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

业绩承压, 分类施策盘活资源

25 年全年公司实现归母净利润 10 亿元, 同比下降 79.3%, 与业绩快报基本一致, 判断公司后续营收增长或进一步承压, 结转毛利率或仍在筑底阶段; 销售金额排名保持行业第一, 投资端拿地力度提高; 分类施策盘活资源, “调转换退”取得一定进展; 融资成本持续下降, 成功发行国内首单现金类定向可转债; 明确三大主业战略, 资产经营稳步发展。预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.08、0.08 和 0.11 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。

□ 25 年全年公司实现归母净利润 10 亿元, 同比下降 79.3%, 与业绩快报基本一致, 判断公司后续营收增长或进一步承压, 结转毛利率或仍在筑底阶段。公司 25 年全年营收/营业利润/归母净利分别为 3081 亿元/96 亿元/10 亿元, 同比分别-1.1%/-36.7%/-79.3%, 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, 25 年全年公司结算毛利率同比下降 1.2 PCT 至 12.7%。三费率同比下降 0.5 PCT 至 5.6%, 其中, 销售费率同比下降 0.1 PCT 至 2.8%, 管理费率同比下降 0.2 PCT 至 1.5%, 财务费用率同比下降 0.2 PCT 至 1.3%。投资净收益同比转负至-0.3 亿元 (24 年全年为 17.9 亿元)。在市场下行背景下, 公司 25 年全年计提资产及信用减值损失合计 70.7 亿元, 同比多提 13.5 亿元, 其中, 资产减值损失同比多提 14.3 亿元至 64.8 亿元, 信用减值损失同比少提 0.8 亿元至 5.8 亿元。上述因素使得营业利润同比较营收同比降低 35.6 PCT 至-36.7%。在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 42.6 PCT 至-79.3%。

据公司 25 年报披露, 公司 26 年新开工/竣工计划分别为 676 万平方米/1542 万平方米, 较 25 年实际完成额分别-3.8%/-37.1%。截至 25 年末公司合同负债 2463 亿, 合同负债对 25 年全年营收保障倍数为 0.80 (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进一步承压。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 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 311666 | 308144 | 272708 | 248164 | 235756 |
| 同比增长 | -10% | -1% | -12% | -9% | -5% |
| 营业利润(百万元) | 15141 | 9578 | 7148 | 6231 | 6997 |
| 同比增长 | -38% | -37% | -25% | -13% | 12% |
| 归母净利润(百万元) | 5001 | 1035 | 928 | 990 | 1355 |
| 同比增长 | -59% | -79% | -10% | 7% | 37% |
| 每股收益(元) | 0.42 | 0.09 | 0.08 | 0.08 | 0.11 |
| PE | 13.9 | 67.3 | 75.1 | 70.4 | 51.4 |
| PB | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |

资料来源: 公司数据、招商证券

- **销售金额排名保持行业第一，投资端拿地力度提高。**25 年公司实现销售签约面积 1235 万平方米，同比下降 68.7%，实现销售签约金额 2530 亿元，同比下降 21.7%。结构上，据公司披露，存量及产成品项目合计贡献签约额 953 亿元，占比约 38%。据克而瑞数据显示，公司 25 年全年及 26 年 1-4 月全口径销售金额保持行业第一。

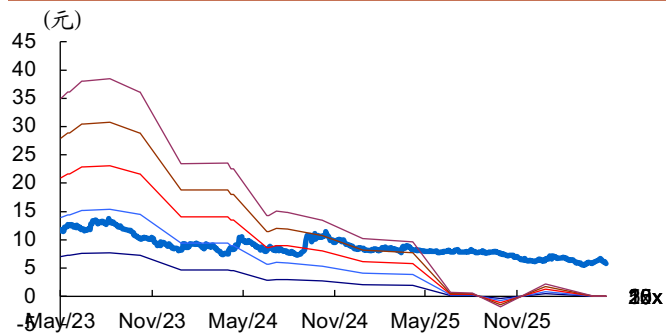
土地拓展方面，公司 25 年新拓展总地价 791 亿元，同比上升 15.8%，全口径投资力度约 31.3%，同比上升 10.2 PCT。据公司披露，一二线城市拓展总地价占比超过 90%，核心城市拓展占比 99%，其中北京、上海、广州三地占比约 48%。

截至 25 年末，公司待售土地储备计容建面约 5654 万平方米，根据 2025 年签约销售面积估算大约可覆盖 4.6 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 925 万平方米，同比下降 75 万平方米，增量项目面积占比约 16%；存量项目（2022 年以前获取的项目）约 4729 万平方米，同比下降 551 万平方米，存量项目面积占比约 84%。

- **分类施策盘活资源，“调转换退”取得一定进展。**据公司披露，面对存量资源转化的挑战，公司通过存量焕新与调转换退等方式盘活资源。25 年公司共推动存量项目落实超千个焕新举措，全年公司存量及产成品项目合计贡献签约额 953 亿元。同时，“调转换退”方面，25 年内公司累计盘活资源 181 亿元；推动存量物业转经营超过 135 万平方米，新增融资金额 79 亿元。
- **融资成本持续下降，成功发行国内首单现金类定向可转债。**截至 25 年末，公司有息负债综合融资成本为 2.72%，同比下降 38 BP；年内新增有息负债综合成本为 2.59%，同比下降 33 BP，融资成本进一步下降。公司 25 年回笼金额 2589 亿元，销售回笼率 102%。另据公司披露，年内公司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%。
- **明确三大主业战略，资产经营稳步发展。**据公司披露，为顺应国家政策导向和产业趋势变化，公司明确了三大主业战略（不动产投资开发、不动产经营、不动产综合服务）的发展方向，逐步构建公司中长期发展模式。不动产经营方面，截至 25 年末，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 620 万平方米，同比增长 16.1%；25 年资产经营收入约 51 亿元，同比增长 28.5%。不动产综合服务方面，截至 25 年末，保利物业合同管理及在管面积分别约为 10.12 亿平方米与 8.55 亿平方米，同比分别增长 0.24 亿平方米、0.52 亿平方米。25 年保利物业营收 171.3 亿元，同比增长 4.8%；归母净利润 15.5 亿元，同比增长 5.1%，25 年第三方项目物管收入约 58.6 亿元，同比增长 17.5%。
- **投资建议：**25 年全年公司实现归母净利润 10 亿元，同比下降 79.3%，与业绩快报基本一致，判断公司后续营收增长或进一步承压，结转毛利率或仍在筑底阶段；销售金额排名保持行业第一，投资端拿地力度提高；分类施策盘活资源，“调转换退”取得一定进展；融资成本持续下降，成功发行国内首单现金类定向可转债；明确三大主业战略，资产经营稳步发展。预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.08、0.08 和 0.11 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。

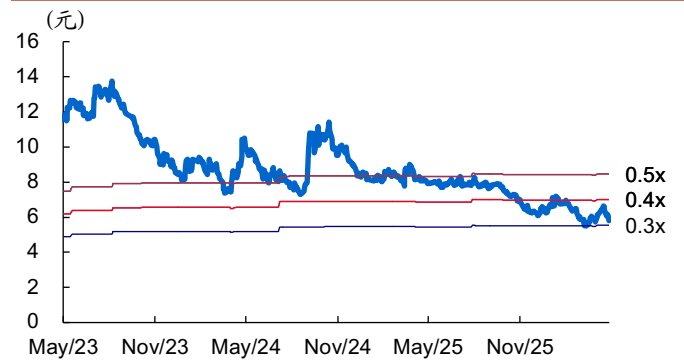
- 风险提示：销售增长低于预期、结算规模低于预期、毛利率改善不及预期、资产减值损失高于预期、存量资产盘活进度不及预期、增量项目去化情况不及预期等。

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 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 1167068 | 1007633 | 965408 | 929457 | 915948 |
| 现金 | 134167 | 122906 | 123861 | 118687 | 118437 |
| 交易性投资 | 516 | 345 | 362 | 380 | 399 |
| 应收票据 | 22 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 应收款项 | 4932 | 7622 | 6745 | 6138 | 5831 |
| 其它应收款 | 143141 | 130377 | 115384 | 104999 | 99749 |
| 存货 | 798559 | 668175 | 649786 | 636230 | 631731 |
| 其他 | 85731 | 78205 | 69268 | 63019 | 59798 |
| 非流动资产 | 168040 | 180659 | 180909 | 180678 | 180169 |
| 长期股权投资 | 101288 | 94973 | 93073 | 91212 | 89388 |
| 固定资产 | 5586 | 7553 | 8636 | 9155 | 9316 |
| 无形资产商誉 | 412 | 389 | 350 | 315 | 284 |
| 其他 | 60754 | 77744 | 78849 | 79996 | 81182 |
| 资产总计 | 1335108 | 1188292 | 1146318 | 1110135 | 1096117 |
| 流动负债 | 722599 | 583799 | 541618 | 505495 | 490374 |
| 短期借款 | 4827 | 4723 | 4770 | 4913 | 5060 |
| 应付账款 | 145838 | 126954 | 112805 | 102535 | 96852 |
| 预收账款 | 335385 | 247201 | 219781 | 199772 | 194852 |
| 其他 | 236548 | 204921 | 204263 | 198275 | 193610 |
| 长期负债 | 269980 | 274858 | 271616 | 268391 | 265558 |
| 长期借款 | 208132 | 207369 | 199074 | 192438 | 186024 |
| 其他 | 61847 | 67489 | 72542 | 75953 | 79534 |
| 负债合计 | 992578 | 858657 | 813234 | 773886 | 755933 |
| 股本 | 11970 | 11970 | 11970 | 11970 | 11970 |
| 资本公积金 | 21972 | 17107 | 17107 | 17107 | 17107 |
| 留存收益 | 163654 | 162812 | 163321 | 163940 | 164997 |
| 少数股东权益 | 144933 | 137747 | 140686 | 143232 | 146110 |
| 归属于母公司所有者权益 | 197596 | 191889 | 192398 | 193017 | 194074 |
| 负债及权益合计 | 1335108 | 1188292 | 1146318 | 1110135 | 1096117 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|----------------|----------------|------------|---------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 6257 | 15189 | 7414 | 6962 | 10690 |
| 净利润 | 9738 | 5022 | 3866 | 3536 | 4233 |
| 折旧摊销 | 1727 | 2094 | 2737 | 3100 | 3268 |
| 财务费用 | 5918 | 4614 | 3603 | 3563 | 3498 |
| 投资收益 | (1790) | 31 | (335) | (330) | (326) |
| 营运资金变动 | (7565) | 5932 | (2257) | (2705) | 221 |
| 其它 | (1769) | (2505) | (200) | (202) | (204) |
| 投资活动现金流 | (1331) | (1997) | (2469) | (2354) | (2248) |
| 资本支出 | (179) | (487) | (3722) | (3536) | (3359) |
| 其他投资 | (1151) | (1510) | 1253 | 1181 | 1111 |
| 筹资活动现金流 | (18990) | (25983) | (3991) | (9781) | (8693) |
| 借款变动 | (20208) | (21048) | (5023) | (9258) | (8479) |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (365) | (4865) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (4908) | (2035) | (419) | (371) | (297) |
| 其他 | 6491 | 1965 | 1451 | (152) | 83 |
| 现金净增加额 | (14063) | (12791) | 954 | (5174) | (250) |

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 311666 | 308144 | 272708 | 248164 | 235756 |
| 营业成本 | 268260 | 268857 | 238892 | 217143 | 205107 |
| 营业税金及附加 | 5904 | 5740 | 5080 | 4623 | 4391 |
| 营业费用 | 8893 | 8735 | 7731 | 7035 | 6683 |
| 管理费用 | 5081 | 4507 | 3988 | 3629 | 3448 |
| 研发费用 | 56 | 37 | 33 | 30 | 28 |
| 财务费用 | 4643 | 3912 | 3603 | 3563 | 3498 |
| 资产减值损失 | (5642) | (6914) | (6569) | (6240) | (5928) |
| 公允价值变动收益 | 76 | 63 | 59 | 56 | 54 |
| 其他收益 | 86 | 105 | 99 | 94 | 90 |
| 投资收益 | 1790 | (31) | 176 | 179 | 183 |
| 营业利润 | 15141 | 9578 | 7148 | 6231 | 6997 |
| 营业外收入 | 583 | 416 | 425 | 433 | 442 |
| 营业外支出 | 143 | 257 | 262 | 268 | 273 |
| 利润总额 | 15581 | 9737 | 7310 | 6396 | 7166 |
| 所得税 | 5843 | 4715 | 3444 | 2860 | 2933 |
| 少数股东损益 | 4737 | 3987 | 2938 | 2546 | 2879 |
| 归属于母公司净利润 | 5001 | 1035 | 928 | 990 | 1355 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | -10% | -1% | -12% | -9% | -5% |
| 营业利润 | -38% | -37% | -25% | -13% | 12% |
| 归母净利润 | -59% | -79% | -10% | 7% | 37% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 13.9% | 12.7% | 12.4% | 12.5% | 13.0% |
| 净利率 | 1.6% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.6% |
| ROE | 2.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.7% |
| ROIC | 1.8% | 1.1% | 0.9% | 0.9% | 1.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 74.3% | 72.3% | 70.9% | 69.7% | 69.0% |
| 净负债比率 | 21.9% | 23.4% | 23.8% | 23.8% | 23.3% |
| 流动比率 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.9 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 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 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 应收账款周转率 | 71.0 | 49.0 | 37.9 | 38.5 | 39.4 |
| 应付账款周转率 | 1.7 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.1 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.42 | 0.09 | 0.08 | 0.08 | 0.11 |
| 每股经营净现金 | 0.52 | 1.27 | 0.62 | 0.58 | 0.89 |
| 每股净资产 | 16.51 | 16.03 | 16.07 | 16.12 | 16.21 |
| 每股股利 | 0.17 | 0.04 | 0.03 | 0.02 | 0.03 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 13.9 | 67.3 | 75.1 | 70.4 | 51.4 |
| PB | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 42.2 | 58.3 | 66.7 | 69.8 | 65.4 |

资料来源：公司数据、招商证券

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。