

# 保利发展 (600048.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 当期利润承压，提升分红比例增信心

### 事件

2024年1月19日保利发展披露2023年业绩快报，全年实现营业收入3471.5亿元，同比+23.5%；归母净利润120.4亿元，同比-34.4%。单四季度实现营业收入1545.9亿元，同比+24.0%；归母净利润-12.6亿元，同比-123.9%。

### 点评

**毛利率承压&计提减值，公司归母净利润下滑：**四季度为房地产项目集中竣工交付期，四季度交付结转规模的提升带动公司全年营业收入的同比增长。而归母净利润全年累计同比下滑，单季净亏损，主要由于：①房地产市场整体下滑，项目结转毛利率下降；

②结合当前市场情况，对部分项目进行减值计提。

**销售规模行业第一，投资聚焦、权益比例提升：**公司2023年全年签约销售金额4222亿元，同比-7.7%（百强房企平均-17.7%），规模稳居行业第一，市占率提升至3.62%（2021、2022年分别为2.94%、3.43%）。公司2023年全年拿地103宗，权益地价1359亿元，同比+25.63%；总地价1632亿元，同比+1.15%；权益比提升至83%（2022年为67%）；总拿地强度0.39（2022年为0.35）。拿地主要位于38个核心城市，重点在北京、上海、成都、佛山、南京等城市获取优质项目。

**发布未来三年股东回报规划，提高分红比例至40%：**公司发布2023-2025年股东回报规划，提出原则上每年进行一次现金分红，现金分红占当年归母净利润比例均不低于40%，而公司在2020-2022年的现金分红比例平均为28.3%；若2023年分红比例为40%，即每股分红0.4元，对应当前股价股息率为4.5%。同时规划中提出在公司股价持续低于每股净资产时，将采取增持、回购等措施稳定股价。2023年12月，公司公告将在3个月内回购股份，金额在10-20亿元；保利集团计划12个月内增持公司股份，金额在2.5-5亿元，对稳定市场信心有积极作用。

### 投资建议

受毛利率下降和资产计提减值影响，公司当期业绩下滑，2024年随着1H22以后获取的优质项目结转，预计利润水平将有所提升。我们调整公司盈利预测，预计2023-25年归母净利润分别为120.4亿元、144.3亿元和173.0亿元，同比增速分别为-34.4%、19.8%和19.9%。公司股票现价对应PE估值为8.8x、7.4x、6.1x，维持“买入”评级。

### 风险提示

政策对市场提振不佳；市场信心持续走低；土地市场竞争加剧

### 房地产组

分析师：杜昊旻 (执业 S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

分析师：王祎馨 (执业 S1130523090003)

wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏

fang\_peng@gjzq.com.cn

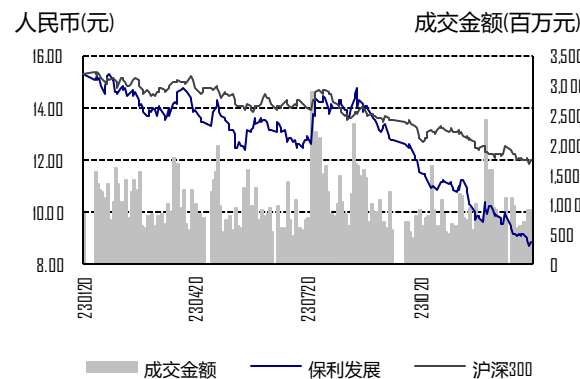
市价 (人民币)：8.87 元

### 相关报告：

1. 《保利发展公司点评：单季结算业绩下滑，销售投资维持稳健》，2023.10.29

2. 《保利发展公司点评：销售投资进一步聚焦，经营持续改善》，2023.8.30

3. 《保利发展公司点评：业绩符合预期，销售投资稳健》，2023.7.7



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285,024	281,108	347,145	363,546	386,418
营业收入增长率	17.19%	-1.37%	23.49%	4.72%	6.29%
归母净利润(百万元)	27,388	18,347	12,037	14,426	17,295
归母净利润增长率	-5.39%	-33.01%	-34.39%	19.85%	19.88%
摊薄每股收益(元)	2.288	1.533	1.006	1.205	1.445
每股经营性现金流净额	0.88	0.62	1.35	0.82	0.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.00%	9.35%	6.03%	6.93%	7.91%
P/E	6.83	9.87	8.82	7.36	6.14
P/B	0.96	0.92	0.53	0.51	0.49

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>243,208</b>	<b>285,024</b>	<b>281,108</b>	<b>347,145</b>	<b>363,546</b>	<b>386,418</b>
增长率	17.2%	-1.4%	23.5%	4.7%	6.3%	
主营业务成本	-163,951	-208,631	-219,228	-283,546	-293,551	-308,604
%销售收入	67.4%	73.2%	78.0%	81.7%	80.7%	79.9%
毛利	79,257	76,393	61,880	63,599	69,996	77,814
%销售收入	32.6%	26.8%	22.0%	18.3%	19.3%	20.1%
营业税金及附加	-18,495	-15,685	-13,121	-17,357	-18,177	-19,321
%销售收入	7.6%	5.5%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用	-6,877	-7,384	-7,530	-7,586	-8,577	-9,690
%销售收入	2.8%	2.6%	2.7%	2.2%	2.4%	2.5%
管理费用	-4,315	-5,434	-4,744	-4,591	-5,283	-6,066
%销售收入	1.8%	1.9%	1.7%	1.3%	1.5%	1.6%
研发费用	-1,260	-1,436	-1,238	-1,527	-1,600	-1,700
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	48,309	46,455	35,246	32,537	36,359	41,037
%销售收入	19.9%	16.3%	12.5%	9.4%	10.0%	10.6%
财务费用	-3,160	-3,386	-3,686	-3,885	-3,910	-4,061
%销售收入	1.3%	1.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%
资产减值损失	779	-58	-1,277	-8,545	-6,768	-4,928
公允价值变动收益	53	246	-142	0	0	0
投资收益	6,141	6,211	4,201	2,777	1,879	1,664
%税前利润	11.7%	12.4%	11.9%	11.6%	6.6%	4.8%
营业利润	52,265	49,670	34,693	23,235	27,912	34,064
营业利润率	21.5%	17.4%	12.3%	6.7%	7.7%	8.8%
营业外收支	273	365	607	668	735	808
税前利润	52,538	50,035	35,301	23,903	28,647	34,872
利润率	21.6%	17.6%	12.6%	6.9%	7.9%	9.0%
所得税	-12,490	-12,845	-8,290	-5,665	-6,789	-8,265
所得税率	23.8%	25.7%	23.5%	23.7%	23.7%	23.7%
净利润	40,048	37,189	27,011	18,238	21,858	26,607
少数股东损益	11,100	9,802	8,664	6,201	7,432	9,313
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>28,948</b>	<b>27,388</b>	<b>18,347</b>	<b>12,037</b>	<b>14,426</b>	<b>17,295</b>
净利率	11.9%	9.6%	6.5%	3.5%	4.0%	4.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	40,048	37,189	27,011	18,238	21,858	26,607
少数股东损益	11,100	9,802	8,664	6,201	7,432	9,313
非现金支出	516	2,163	3,576	9,389	7,657	5,869
非经营收益	-3,347	-2,866	-1,413	2,807	3,364	3,977
营运资金变动	-22,067	-25,935	-21,751	-14,306	-23,062	-26,976
<b>经营活动现金净流</b>	<b>15,150</b>	<b>10,551</b>	<b>7,422</b>	<b>16,128</b>	<b>9,817</b>	<b>9,477</b>
资本开支	621	-135	-106	-435	-478	-516
投资	-9,039	-18,677	-4,475	2,602	-6,722	-7,058
其他	1,490	-1,174	5,218	2,777	1,879	1,664
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6,927</b>	<b>-19,987</b>	<b>637</b>	<b>4,944</b>	<b>-5,320</b>	<b>-5,910</b>
股权募资	7,929	21,338	2,674	-3,900	0	0
债权募资	20,030	53,263	37,197	-11,199	18,507	19,433
其他	-29,837	-40,144	-42,886	-11,124	-12,126	-13,553
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,878</b>	<b>34,458</b>	<b>-3,015</b>	<b>-26,223</b>	<b>6,381</b>	<b>5,879</b>
<b>现金净流量</b>	<b>6,306</b>	<b>24,970</b>	<b>5,182</b>	<b>-5,151</b>	<b>10,878</b>	<b>9,446</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	146,008	171,384	176,537	169,795	179,580	188,276
应收款项	155,697	161,042	161,480	156,183	163,549	173,853
存货	741,475	809,656	877,893	845,977	885,446	943,619
其他流动资产	94,838	105,957	85,675	88,598	90,203	92,916
流动资产	1,138,017	1,248,040	1,301,586	1,260,553	1,318,778	1,398,663
%总资产	90.9%	89.1%	88.5%	88.3%	88.3%	88.5%
长期投资	96,443	125,562	139,135	136,533	143,255	150,313
固定资产	8,205	11,846	10,718	11,230	11,790	12,403
%总资产	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
无形资产	1,056	969	807	938	1,063	1,183
非流动资产	113,357	151,893	168,879	166,908	174,331	181,959
%总资产	9.1%	10.9%	11.5%	11.7%	11.7%	11.5%
<b>资产总计</b>	<b>1,251,375</b>	<b>1,399,933</b>	<b>1,470,464</b>	<b>1,427,461</b>	<b>1,493,109</b>	<b>1,580,622</b>
短期借款	64,576	64,668	81,145	75,950	79,747	83,735
应付款项	292,004	287,011	297,939	273,287	284,971	292,363
其他流动负债	395,178	467,138	463,197	447,798	468,260	510,009
流动负债	751,758	818,817	842,280	797,035	832,978	886,107
长期贷款	207,160	231,904	242,482	237,633	249,514	261,990
其他长期负债	25,819	46,298	63,510	61,079	62,815	65,034
负债	984,737	1,097,019	1,148,273	1,095,747	1,145,307	1,213,131
<b>普通股股东权益</b>	<b>180,231</b>	<b>195,561</b>	<b>196,264</b>	<b>199,587</b>	<b>208,242</b>	<b>218,619</b>
其中：股本	11,968	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
未分配利润	124,468	141,052	151,544	158,766	167,422	177,799
少数股东权益	86,407	107,354	125,927	132,128	139,560	148,872
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,251,375</b>	<b>1,399,933</b>	<b>1,470,464</b>	<b>1,427,461</b>	<b>1,493,109</b>	<b>1,580,622</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.419	2.288	1.533	1.006	1.205	1.445
每股净资产	15.060	16.337	16.396	16.673	17.396	18.263
每股经营现金净流	1.266	0.881	0.620	1.347	0.820	0.792
每股股利	0.730	0.580	0.450	0.402	0.482	0.578
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.06%	14.00%	9.35%	6.03%	6.93%	7.91%
总资产收益率	2.31%	1.96%	1.25%	0.84%	0.97%	1.09%
投入资本收益率	6.53%	5.38%	3.83%	3.53%	3.76%	4.03%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	3.06%	17.19%	-1.37%	23.49%	4.72%	6.29%
EBIT增长率	-2.84%	-3.84%	-24.13%	-7.69%	11.75%	12.86%
净利润增长率	3.54%	-5.39%	-33.01%	-34.39%	19.85%	19.88%
总资产增长率	21.12%	11.87%	5.04%	-2.92%	4.60%	5.86%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.2	3.6	4.7	4.2	4.2	4.2
存货周转天数	1,475.4	1,356.9	1,404.8	1,100.0	1,120.0	1,140.0
应付账款周转天数	269.3	233.3	243.2	190.0	180.5	171.5
固定资产周转天数	11.5	14.4	13.2	11.2	11.2	11.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	56.25%	54.99%	63.46%	60.30%	60.02%	59.72%
EBIT利息保障倍数	15.3	13.7	9.6	8.4	9.3	10.1
资产负债率	78.69%	78.36%	78.09%	76.76%	76.71%	76.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-29	买入	16.68	21.81
2	2022-10-30	买入	15.33	N/A
3	2023-01-06	买入	16.36	N/A
4	2023-03-31	买入	14.41	N/A
5	2023-04-22	买入	14.37	N/A
6	2023-07-07	买入	12.84	N/A
7	2023-08-30	买入	14.50	N/A
8	2023-10-29	买入	11.23	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

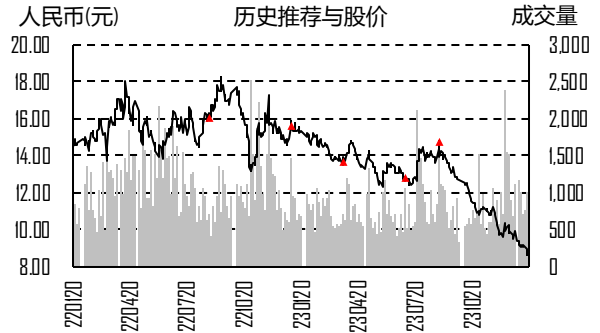
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806