

保利发展 (600048)

证券研究报告

2024 年 01 月 22 日

减值影响业绩，龙头地位稳固，分红彰显信心——保利发展 2023 业绩快报点评

事件：公司发布 2023 年度业绩快报，营业收入约 3471.47 亿元，同比+23.49%；归母净利润约 120.37 亿元，同比-34.42%；基本每股收益 1.01 元，同比-34.42%。

营收保持良好增速，四季度集中计提影响利润

收入端，公司 23 年实现营收 3471.47 亿元，同比+23.49%；23 年四季度延续前三季度增长趋势，实现营收 1546.41 亿元，同比+23.98%，前三季度实现营收 1925.06 亿元，同比+23.1%。公司 23 年收入保持良好增速，主要源于房地产项目年内交付结转规模上升，四季度收入增速提升且大量项目于期间结转，单季收入结转占全年比重达 45%。**利润端，**公司 23 年实现归母净利润约 120.37 亿元，同比-34.42%，利润指标同比下降主要因项目结转毛利率下降及公司结合当前市场情况拟对部分项目计提资产减值准备。公司 23 年前三季度实现归母净利润 132.93 亿元，同比+1.33%，四季度录得归母净利润亏损 12.56 亿元（22Q4：归母净利润 52.36 亿）。

全口径、权益销售双第一，龙头地位稳固

销售端，2023 年，公司实现签约面积 2386.12 万平，同比-13.17%；实现签约金额 4222.37 亿元，同比-7.67%，在行业下行周期仍保持较好韧性，根据克而瑞数据，公司 23 年全口径、权益口径销售金额均位列行业第一，龙头地位稳固。**拿地端，**公司 2023 全口径新增土地建面 928 万方，排名第一；拿地金额 1261 亿元，新增货值 2402 亿元，领跑行业。结合公司 22 年签约金额高达 4573 亿元，且 21 年后新获土储利润率向好，我们认为公司 24-25 年结转收入有望保持良好增速，净利润在完成大额计提后增长趋势向好。

分红比例提升，增持彰显信心

公司近 12 个月股息率达 5.07%，公司修订股东回报规划为 23-25 年分红比例调至不低于 40%（修订前：23 年分红比例不低于 25%，24-25 年每年不低于 20%），大幅提升分红比例反映管理层重视股东回报，后续股息率有望持续提升。同时公司计划自 23 年 12 月 12 日起 12 个月增持公司 A 股股份，总金额不低于 2.5 亿元，不超过 5 亿元。截止 24 年 1 月 19 日，已增持 1540 万股，占公司总股本的 0.13%，累计增持金额 1.48 亿元，彰显管理层信心。我们认为积极稳健的经营策略有望助力公司未来企率先受益于行业企稳复苏。重视股东合理投资回报。

投资建议：公司 23 年营收稳健增长，利润受行业下行波动，完成大幅减值计提后未来业绩趋势向好。考虑公司拿地积极，市占率快速提升。我们认为，公司龙头地位稳固，未来销售有望保持良好增速，结转毛利率有望逐步触底回升。考虑房价下行压力，项目结转及存货存在减值压力，我们调整公司 23-25 年公司归母净利润分别为 120.31、141.49、169.87 亿元（调整前：215.62、235.61、262.49 亿元），对应 EPS 分别为 1.01、1.18、1.42 元/股（调整前：1.80、1.97、2.19 元/股），对应 PE 分别为 8.82X、7.50X、6.25X，维持“买入”评级。

风险提示：房屋销售不及预期；行业政策变动不及预期；业绩快报为初步核算数据，具体数据以公司正式发布的 23 年年报为准

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.72 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,970.44
流通 A 股股本(百万股)	11,970.44
A 股总市值(百万元)	104,382.27
流通 A 股市值(百万元)	104,382.27
每股净资产(元)	16.31
资产负债率(%)	76.76
一年内最高/最低(元)	15.99/8.53

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《保利发展-季报点评:销售跻身第一，投资坚持聚焦》2023-04-24
- 《保利发展-年报点评报告:灵活应变，市占率持续提升》2023-04-04
- 《保利发展-季报点评:销售结算保持韧性，投资强度小幅提升》2022-10-31

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285,024.10	281,108.24	347,140.56	381,472.77	405,772.58
增长率(%)	17.19	(1.37)	23.49	9.89	6.37
EBITDA(百万元)	55,647.59	43,223.31	44,148.17	44,330.59	47,136.79
归属母公司净利润(百万元)	27,387.84	18,346.82	12,031.49	14,148.92	16,986.89
增长率(%)	(5.39)	(33.01)	(34.42)	17.60	20.06
EPS(元/股)	2.29	1.53	1.01	1.18	1.42
市盈率(P/E)	3.88	5.79	8.82	7.50	6.25
市净率(P/B)	0.54	0.54	0.52	0.49	0.47
市销率(P/S)	0.37	0.38	0.31	0.28	0.26
EV/EBITDA	7.47	10.62	8.72	8.68	8.06

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	171,384.46	176,537.08	218,005.64	239,566.40	254,826.78
应收票据及应收账款	3,193.66	4,054.33	4,896.21	4,939.53	5,522.74
预付账款	42,685.91	22,556.37	61,673.58	30,648.31	67,168.06
存货	809,656.46	877,893.19	986,311.00	1,056,986.53	1,107,916.57
其他	219,942.93	219,086.27	297,447.34	264,650.14	331,894.16
流动资产合计	1,246,863.41	1,300,127.24	1,568,333.78	1,596,790.91	1,767,328.31
长期股权投资	95,089.38	106,249.64	106,249.64	106,249.64	106,249.64
固定资产	11,275.21	10,146.76	9,852.19	9,393.70	8,856.14
在建工程	571.06	571.06	596.76	621.17	646.81
无形资产	404.16	370.97	322.69	274.41	226.13
其他	45,251.39	52,725.36	53,657.89	54,644.17	55,745.26
非流动资产合计	152,591.20	170,063.79	170,679.17	171,183.10	171,723.97
资产总计	1,399,933.05	1,470,464.41	1,739,012.95	1,767,974.01	1,939,052.28
短期借款	4,093.56	1,197.34	27,768.54	37,352.78	39,927.88
应付票据及应付账款	139,596.84	162,703.92	227,576.41	200,197.99	253,035.13
其他	259,109.81	266,359.89	833,559.00	860,446.47	958,495.55
流动负债合计	402,800.22	430,261.14	1,088,903.96	1,097,997.24	1,251,458.56
长期借款	231,903.60	242,482.46	248,865.40	250,847.09	247,347.39
应付债券	41,619.55	57,716.30	60,602.11	63,632.22	66,813.83
其他	4,678.31	5,793.71	6,083.40	6,387.57	6,706.94
非流动负债合计	278,201.47	305,992.47	315,550.91	320,866.87	320,868.16
负债合计	1,097,018.59	1,148,272.90	1,404,454.86	1,418,864.11	1,572,326.72
少数股东权益	107,353.53	125,927.10	129,348.38	133,437.61	138,563.68
股本	11,970.11	11,970.44	11,970.44	11,970.44	11,970.44
资本公积	17,817.47	17,626.25	17,626.25	17,626.25	17,626.25
留存收益	147,126.00	157,618.13	166,110.95	176,098.42	188,089.16
其他	18,647.35	9,049.59	9,502.07	9,977.17	10,476.03
股东权益合计	302,914.46	322,191.51	334,558.09	349,109.89	366,725.56
负债和股东权益总计	1,399,933.05	1,470,464.41	1,739,012.95	1,767,974.01	1,939,052.28

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	37,189.48	27,011.10	12,031.49	14,148.92	16,986.89
折旧摊销	1,509.06	1,691.07	1,501.77	1,554.14	1,605.10
财务费用	5,566.08	6,284.77	3,410.91	3,494.61	3,530.66
投资损失	(6,211.15)	(4,201.01)	(4,411.06)	(4,631.61)	(5,557.93)
营运资金变动	(20,673.78)	(23,083.56)	(10,843.68)	(11,965.18)	(9,245.08)
其它	(6,828.47)	(279.99)	4,996.37	6,032.36	7,531.11
经营活动现金流	10,551.22	7,422.38	6,685.80	8,633.23	14,850.75
资本支出	23,622.73	10,406.80	894.94	767.61	725.52
长期投资	22,539.49	11,160.26	0.00	0.00	0.00
其他	(66,148.81)	(20,929.74)	1,973.14	2,251.44	3,183.81
投资活动现金流	(19,986.58)	637.32	2,868.08	3,019.05	3,909.33
债权融资	38,002.05	39,465.29	36,426.41	15,298.66	3,133.44
股权融资	(9,160.06)	(15,175.35)	(4,511.73)	(5,390.19)	(6,633.14)
其他	5,615.80	(27,305.35)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	34,457.78	(3,015.41)	31,914.68	9,908.47	(3,499.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	25,022.41	5,044.29	41,468.56	21,560.76	15,260.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	285,024.10	281,108.24	347,140.56	381,472.77	405,772.58
营业成本	208,630.76	219,228.01	283,030.64	310,221.28	328,683.91
营业税金及附加	15,684.62	13,121.19	17,653.10	20,543.41	21,852.02
销售费用	7,384.00	7,529.75	9,233.94	10,528.65	11,199.32
管理费用	5,434.04	4,744.35	5,901.39	6,866.51	7,303.91
研发费用	1,435.78	1,238.48	1,735.70	1,907.36	2,028.86
财务费用	3,386.44	3,686.48	3,410.91	3,494.61	3,530.66
资产/信用减值损失	(58.01)	(1,277.44)	(8,646.18)	(6,654.95)	(5,164.25)
公允价值变动收益	246.22	(141.85)	149.55	239.28	269.19
投资净收益	6,211.15	4,201.01	4,411.06	4,631.61	5,557.93
其他	(13,001.02)	(5,914.96)	0.00	0.00	0.00
营业利润	49,670.11	34,693.23	22,089.31	26,126.88	31,836.77
营业外收入	511.51	781.26	567.30	620.03	656.20
营业外支出	146.66	173.89	152.20	157.58	161.22
利润总额	50,034.96	35,300.60	22,504.41	26,589.33	32,331.74
所得税	12,845.49	8,289.51	5,626.10	6,647.33	8,082.94
净利润	37,189.48	27,011.10	16,878.31	19,942.00	24,248.81
少数股东损益	9,801.64	8,664.28	4,846.82	5,793.08	7,261.92
归属于母公司净利润	27,387.84	18,346.82	12,031.49	14,148.92	16,986.89
每股收益 (元)	2.29	1.53	1.01	1.18	1.42

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	17.19%	-1.37%	23.49%	9.89%	6.37%
营业利润	-4.96%	-30.15%	-36.33%	18.28%	21.85%
归属于母公司净利润	-5.39%	-33.01%	-34.42%	17.60%	20.06%
获利能力					
毛利率	26.80%	22.01%	18.47%	18.68%	19.00%
净利率	9.61%	6.53%	3.47%	3.71%	4.19%
ROE	14.00%	9.35%	5.86%	6.56%	7.45%
ROIC	10.30%	6.92%	4.03%	4.59%	5.37%
偿债能力					
资产负债率	78.36%	78.09%	80.76%	80.25%	81.09%
净负债率	55.07%	63.57%	60.73%	57.41%	52.30%
流动比率	1.52	1.54	1.44	1.45	1.41
速动比率	0.53	0.50	0.53	0.49	0.53
营运能力					
应收账款周转率	100.97	77.57	77.57	77.57	77.57
存货周转率	0.37	0.33	0.37	0.37	0.37
总资产周转率	0.22	0.20	0.22	0.22	0.22
每股指标 (元)					
每股收益	2.29	1.53	1.01	1.18	1.42
每股经营现金流	0.88	0.62	0.56	0.72	1.24
每股净资产	16.34	16.40	17.14	18.02	19.06
估值比率					
市盈率	3.88	5.79	8.82	7.50	6.25
市净率	0.54	0.54	0.52	0.49	0.47
EV/EBITDA	7.47	10.62	8.72	8.68	8.06
EV/EBIT	7.67	11.01	9.02	9.00	8.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com