

# 保利发展（600048.SH）

## 业绩承压，分红比例提升

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 房地产 · 房地产开发

### ◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040006
证券分析师：	王粤雷	0755-81981019	wangyuelelei@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030001
证券分析师：	王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	执证编码：S0980522100002

### 事项：

公司披露 2023 年业绩快报，2023 年公司营业收入 3471 亿元，同比增长 23.5%；归母净利润 120 亿元，同比下降 34.4%。公司发布 2023-2025 年股东回报规划，在公司未分配利润为正、当期可分配利润为正且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，公司原则上每年进行一次现金分红，2023 年度至 2025 年度现金分红占当年归属于上市公司股东净利润的比例均不低于 40%。

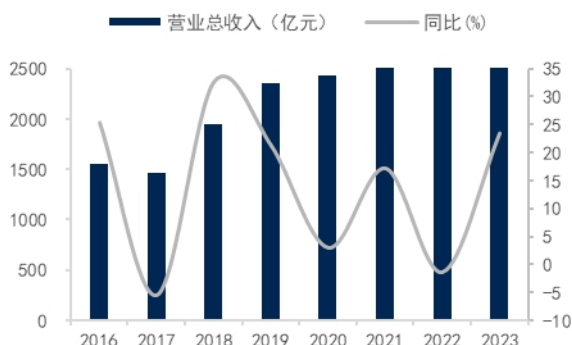
◆ **国信地产观点：**1) 公司毛利率下滑和计提减值导致业绩承压，2023 年归母净利润 120 亿元，同比下降 34.7%；2) 公司销售规模行业第一，2023 全年实现销售金额 4222 亿元，同比下降 7.7%，增速优于行业平均水平；3) 公司发布股东回报规划，未来三年分红比例不低于 40%，配合大股东增持计划，有助于提振市场信心；4) 受毛利率下降和计提减值等因素影响，公司 2023 年业绩承压，随着优质项目的逐渐结转，公司未来的毛利率有望逐渐企稳。由于未来两年房价的不确定性而带来的潜在减值风险，下调 2023-25 年公司归母净利润至 120/124/146 亿元（原值为 204/230/272 亿元），对应 EPS 分别为 1.01/1.03/1.22 元，对应最新股价 PE 分别为 8.7/8.4/7.1X，维持“买入”评级。。

### 评论：

#### ◆ 毛利率下滑和计提减值导致业绩承压

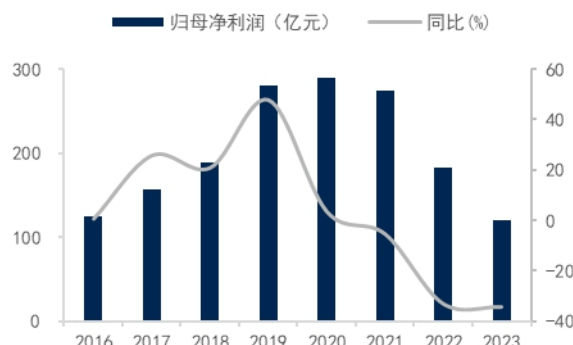
公司披露 2023 年业绩快报，2023 年公司营业收入 3471 亿元，同比增长 23.5%；归母净利润 120 亿元，同比下降 34.4%。公司增收不增利的主要原因是项目结转毛利率下降，以及公司结合当前市场情况拟对部分项目计提资产减值准备。

图1：公司营业总收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 销售规模行业第一，增速优于行业平均水平

公司销售规模行业第一，2023 全年公司实现销售面积 2386 万平方米，同比下降 13.2%；实现销售金额 4222 亿元，同比下降 7.7%，增速优于行业平均水平。

图3：公司销售面积及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司销售金额及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 未来三年分红比例不低于 40%，提振市场信心

公司发布 2023-2025 年股东回报规划，在公司未分配利润为正、当期可分配利润为正且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，公司原则上每年进行一次现金分红，2023 年度至 2025 年度现金分红占当年归属于上市公司股东净利润的比例均不低于 40%。

公司在当前时点发布股东回报规划，配合大股东增持计划，有助于提振市场信心。

◆ 盈利预测与投资建议：业绩承压，分红比例提升，维持“买入”评级

盈利预测的假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1、因公司物业开发业务占总营收 92%左右，远超行业其他同类头部房企，故我们在做盈利预测时仅考虑公司物业开发业务的增长情况。截至 23Q3 末公司已售未结金额为 4473 亿，根据公司 2023 年竣工计划、预计竣工完成率、综合考虑公司结算面积与竣工面积的相关性以及结算均价，预计公司 2023-25 年总营业收入为 3471/4083/4528 亿元，分别同比增长 24%/18%/11%；
- 2、由于未来两年房价的不确定性而带来的潜在减值风险，下调公司毛利率假设，预计公司 2023-25 年营业成本/营业收入分别为 81.3%/82.1%/82.0%（原假设 77.4%/78.6%/77.6%），公司毛利率水平较 22 年有所下降，随着低毛利项目逐渐结算完毕，预计未来三年公司毛利率将趋于平稳；
- 3、预计公司未来三年管理费用/营业收入为 1.9%，与 2022 年基本持平。
- 4、由于销售回款压力，预计公司未来三年销售费用/营业收入分别为 3.1%/3.3%/3.3%，较 22 年有所上升。
- 5、预计公司未来三年所得税税率均为 25.0%。

表1: 公司营收假设

		2022	2023E	2024E	2025E
房地产开发	收入: 亿元	2811	3471	4083	4528
	增速	-1.4%	23.5%	17.6%	10.9%
	营业成本/营业收入	77.99%	81.30%	82.10%	82.00%
	管理费用/营业收入	1.67%	1.89%	1.89%	1.89%
	销售费用/营业收入	2.68%	3.10%	3.30%	2.68%
	所得税税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

### 未来3年盈利预测及敏感性分析

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-25 年的营收分别为 3471/4083/4528 亿元。由于归母净利润同时受结转毛利率和资产集体减值的影响, 且这资产计提减值与每年年末宏观环境和房地产市场景气度有关, 偶然性较大, 故我们无法准确预测其未来三年的波动, 出于审慎原则, 假设未来三年公司的资产计提减值幅度保持平稳, 由于下调了公司未来三年毛利率表现的假设, 得出公司归母净利润分别为 120/124/146 亿元 (原值为 204/230/272 亿元), 每股收益分别为 1.01/1.03/1.22 元。

表2: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	281108	347169	408270	452772
营业成本	219228	282248	335190	371273
销售费用	7530	10762	13473	14941
管理费用	4744	6576	7731	8572
营业利润	3686	4029	6135	7304
归属于母公司净利润	18347	12043	12384	14604
每股收益	1.53	1.01	1.03	1.22
ROE	9%	6%	6%	7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

公司以房地产开发为主业, 未来的销售增速和结算节奏将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 1) 在乐观情况下, 公司营收及毛利率水平平均不同程度好于预期; 2) 在悲观情况下, 公司营收及毛利率均不同程度不及预期; 3) 在中性预测条件下, 公司 2023-25 年 EPS 分别为 1.01/1.03/1.22 元。

表3: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)

乐观预测	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285024	281108	347169	413131	470969
(+/-%)	17.2%	-1.4%	23.5%	19.0%	14.0%
净利润(百万元)	27388	18347	12043	16952	22359
(+/-%)	-5.4%	-33.0%	-34.4%	40.8%	31.9%
每股收益(元)	2.29	1.53	1.01	1.42	1.87
中性预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	285024	281108	347169	408270	452772
(+/-%)	17.2%	-1.4%	23.5%	17.6%	10.9%
净利润(百万元)	27388	18347	12043	12384	14604
(+/-%)	-5.4%	-33.0%	-34.4%	2.8%	17.9%
每股收益(元)	2.29	1.53	1.01	1.03	1.22
悲观预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	285024	281108	347169	399244	431183
(+/-%)	17.2%	-1.4%	23.5%	15.0%	8.0%
净利润(百万元)	27388	18347	12043	10332	11934
(+/-%)	-5.4%	-33.0%	-34.4%	-14.2%	15.5%
每股收益(元)	2.29	1.53	1.01	0.86	1.00

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

## 投资建议

受毛利率下降和计提减值等因素影响, 公司 2023 年业绩承压, 随着优质项目的逐渐结转, 公司未来的毛利率有望逐渐企稳。由于未来两年房价的不确定性而带来的潜在减值风险, 下调 2023-25 年公司归母净利润至 120/124/146 亿元 (原值为 204/230/272 亿元), 对应 EPS 分别为 1.01/1.03/1.22 元, 对应最新股价 PE 分别为 8.7/8.4/7.1X, 维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

房价下跌幅度超预期, 公司毛利率不及预期, 政策放松实际效果不及预期, 销售复苏进度不及预期, 公司财务风险超预期。

## 相关研究报告:

- 《保利发展 (600048.SH) -业绩稳健, 投资聚焦》——2023-10-30
- 《保利发展 (600048.SH) -业绩回升, 经营稳健》——2023-08-31
- 《保利发展 (600048.SH) -业绩表现承压, 经营保持稳健》——2023-03-31
- 《保利发展 (600048.SH) -1 月销售同比转正, 显著优于行业》——2023-02-15
- 《保利发展 (600048.SH) -低毛利项目拉低业绩, 高价土储逐步释放》——2023-01-06

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	171384	176537	193284	215221	234682	营业收入	285024	281108	347169	408270	452772
应收款项	160881	161463	205740	235634	263235	营业成本	208631	219228	282248	335190	371273
存货净额	809656	877893	1153049	1341173	1502806	营业税金及附加	15685	13121	19094	22863	25355
其他流动资产	105296	84357	121642	138798	149481	销售费用	7384	7530	10762	13473	14941
<b>流动资产合计</b>	<b>1247342</b>	<b>1300401</b>	<b>1673864</b>	<b>1930976</b>	<b>2150353</b>	管理费用	5434	4744	6576	7731	8572
固定资产	11846	10718	7794	7712	7979	研发费用	1436	1238	1736	1966	2146
无形资产及其他	404	371	357	343	329	财务费用	3386	3686	4029	6135	7304
投资性房地产	45251	52725	52725	52725	52725	投资收益	6211	4201	3219	2634	4212
长期股权投资	95089	106250	121984	138462	152920	资产减值及公允价值变动	152	1014	(2286)	823	1231
<b>资产总计</b>	<b>1399933</b>	<b>1470464</b>	<b>1856725</b>	<b>2130219</b>	<b>2364307</b>	其他收入	(1197)	(3320)	(1736)	(1966)	(2146)
短期借款及交易性金融负债	64668	81145	156416	236812	307911	营业利润	49670	34693	23655	24370	28623
应付款项	139597	162704	216766	244200	278256	营业外净收支	365	607	213	174	321
其他流动负债	614552	598432	831028	968549	1066962	<b>利润总额</b>	<b>50035</b>	<b>35301</b>	<b>23868</b>	<b>24544</b>	<b>28944</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>818817</b>	<b>842280</b>	<b>1204210</b>	<b>1449561</b>	<b>1653129</b>	所得税费用	12845	8290	5967	6136	7236
长期借款及应付债券	273523	300199	310199	325199	340199	少数股东损益	9802	8664	5858	6024	7104
其他长期负债	4678	5794	7593	7851	8176	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27388</b>	<b>18347</b>	<b>12043</b>	<b>12384</b>	<b>14604</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>278201</b>	<b>305992</b>	<b>317792</b>	<b>333050</b>	<b>348375</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1097019</b>	<b>1148273</b>	<b>1522002</b>	<b>1782611</b>	<b>2001503</b>	净利润	27388	18347	12043	12384	14604
少数股东权益	107354	125927	130028	134245	139218	资产减值准备	755	1250	(272)	(1)	33
股东权益	195561	196264	204694	213363	223586	折旧摊销	1394	1524	1171	1209	1231
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1399933</b>	<b>1470464</b>	<b>1856725</b>	<b>2130219</b>	<b>2364307</b>	公允价值变动损失	(152)	(1014)	2286	(823)	(1231)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	3386	3686	4029	6135	7304
每股收益	2.29	1.53	1.01	1.03	1.22	营运资本变动	(25762)	(46002)	(68531)	(69963)	(67090)
每股红利	3.02	2.61	0.30	0.31	0.37	其它	(3902)	(7328)	4373	4218	4940
每股净资产	16.34	16.40	17.10	17.82	18.68	<b>经营活动现金流</b>	<b>(280)</b>	<b>(33223)</b>	<b>(48930)</b>	<b>(52977)</b>	<b>(47513)</b>
ROIC	6.18%	4.23%	3%	2%	2%	资本开支	0	(2609)	(247)	(289)	(286)
ROE	14.00%	9.35%	6%	6%	7%	其它投资现金流	383	(26)	0	0	0
毛利率	27%	22%	19%	18%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(22156)</b>	<b>(13795)</b>	<b>(15981)</b>	<b>(16767)</b>	<b>(14744)</b>
EBIT Margin	16%	13%	8%	7%	7%	权益性融资	(53)	2674	0	0	0
EBITDA Margin	17%	13%	8%	7%	7%	负债净变化	24743	10579	10000	15000	15000
收入增长	17%	-1%	24%	18%	11%	支付股利、利息	(36184)	(31216)	(3613)	(3715)	(4381)
净利润增长率	-5%	-33%	-34%	3%	18%	其它融资现金流	70747	90771	75272	80396	71099
资产负债率	86%	87%	89%	90%	91%	<b>融资活动现金流</b>	<b>47813</b>	<b>52170</b>	<b>81659</b>	<b>91681</b>	<b>81718</b>
股息率	34.7%	29.9%	3.5%	3.6%	4.2%	<b>现金净变动</b>	<b>25377</b>	<b>5153</b>	<b>16747</b>	<b>21937</b>	<b>19461</b>
P/E	3.8	5.7	8.7	8.4	7.1	货币资金的期初余额	146008	171384	176537	193284	215221
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	货币资金的期末余额	171384	176537	193284	215221	234682
EV/EBITDA	25.1	34.1	58.2	66.8	66.4	企业自由现金流	0	(20117)	(47543)	(48757)	(43282)
						权益自由现金流	0	81233	34706	42037	37339

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032