

利润受结转因素承压，分红比例提升彰显央企担当

2024 年 04 月 23 日

➤ **结转规模增加促营收同比正增，三费费用大幅提升致利润承压。**2023 年公司实现营业收入 3468.28 亿元，同比上升 23.42%，主要系房地产竣工交楼结转规模增加，且公司仍有 3772 亿元合同负债，未来收入保障度仍较高；2023 年全年公司结转毛利率为 16.02%，同比下降 5.99 个百分点，主要因低利润项目结转占比提升；截至 2023 年末，公司归母净利润 120.67 亿元，同比下降 34.13%，主要系销售费用因代理费增加、管理费用因规模扩大及财务费用因利息支出增加收入减少所致的三费费用增加，其中销售费用 88.76 亿元，同比提升 17.88%，管理费用 51.59 亿元，同比提升 8.75%，财务费用 43.91 亿元，同比提升 19.12%，同时公司对存货和长期股权投资计提减值约 50 亿元。

➤ **销售金额位列行业第一，核心城市市占率不断提升。**2023 年公司实现销售金额 4222 亿元、销售面积 2386 万平米，位于行业第一，公司在核心 38 城实现销售贡献超 9 成，同比提升 2 个百分点，其中珠三角贡献销售 1100 亿元、长三角贡献销售 1400 亿元；公司 2023 年市占率 3.6%，同比提升 0.2 个百分点，其中核心 38 城市占率达 6.8%，同比提升 0.7 个百分点；市占率超过 10% 的城市共 27 个，单城市占率天花板不断突破提升。

➤ **加快回款速度，现金流水平充足。**2023 年公司全年回笼金额 4304 亿元，销售回笼率 102%，其中当年销售回笼率 78.3%，同比提升 11.2 个百分点，公司通过加速参股项目投资回收、多种方式盘活预售监管资金、加快退税等，累计增加可动用资金 529 亿元；截至 2023 年末，公司货币资金余额 1480 亿元，保持在总资产 10% 左右的合理水平，且并表口径已售待回笼资金（含销项税）966 亿元，未来可动用资金充裕。

➤ **聚焦核心城市，土储结构持续优化。**2023 年公司共拓展项目 103 个，总地价 1632 亿元，权益地价 1359 亿元，同比提升 26%，新增项目税前成本利润率平均在 15% 以上，具有较强盈利能力；截至 2023 年末，公司土地储备计容建面 7790 万平方米，其中存量项目 6608 万平方米，增量项目 1182 万平方米；核心 38 城面积储备占比近 7 成，提升 2.4 个百分点，资源结构不断优化。

➤ **分红比例提升彰显央企担当。**2023 年资本市场表现持续低迷，公司推动大股东增持，并果断实施不超过 20 亿元回购方案；同时公司将现金分红比例从 20% 提升至 40%，每 10 股派发现金红利 4.10 元（含税），彰显公司信心。

➤ **投资建议：**公司作为央企龙头，土地储备丰富，现金流充足，我们预测 2024-2026 年营收分别达 3614.40 亿元/3857.11 亿元/4125.01 亿元，同比增长 4.2%/6.7%/6.9%；2024-2026 年 PE 倍数为 8/6/5。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**公司土地拓展不及预期；市场回暖速度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	346,894	361,440	385,711	412,501
增长率 (%)	23.4	4.2	6.7	6.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	12,067	12,356	16,703	18,878
增长率 (%)	-34.1	2.4	35.2	13.0
每股收益 (元)	1.01	1.03	1.40	1.58
PE	8	8	6	5
PB	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.04 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 陈立

执业证书：S0100122080002

邮箱：chenli_yj@mszq.com

相关研究

- 保利发展 (600048.SH) 2023 年三季报点评：营收净利累计同比增长，销售拓展位列前茅-2023/10/31
- 保利发展 (600048.SH) 2023 年中报点评：营收归母净利获双增长，低成本融资助力公司发展-2023/09/12
- 保利发展 (600048.SH) 2023 年半年度业绩快报点评：业绩符合预期，销售拓展领先行业水平-2023/07/08
- 保利发展 (600048.SH) 2023 年一季报点评：营收净利双增长，销售拓展稳居 TOP2-2023/04/25
- 保利发展 (600048.SH) 2022 年年报点评：营业规模持续稳定，市场份额逐步提升-2023/04/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	346,894	361,440	385,711	412,501
营业成本	291,308	303,599	322,531	343,165
营业税金及附加	10,259	10,843	11,571	12,375
销售费用	8,876	9,397	10,028	10,725
管理费用	5,159	5,422	5,786	6,188
研发费用	86	89	96	102
EBIT	26,931	32,186	35,803	40,057
财务费用	4,391	5,387	5,348	5,419
资产减值损失	-5,045	-5,439	-482	-512
投资收益	2,212	3,614	3,857	4,125
营业利润	24,318	25,216	34,088	38,527
营业外收支	308	0	0	0
利润总额	24,626	25,216	34,088	38,527
所得税	6,727	6,884	9,306	10,518
净利润	17,899	18,332	24,782	28,009
归属于母公司净利润	12,067	12,356	16,703	18,878
EBITDA	29,306	34,623	38,357	42,594

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	147,982	151,226	145,322	144,135
应收账款及票据	3,822	3,976	4,243	4,538
预付款项	21,635	22,466	23,867	25,394
存货	869,508	901,141	962,632	1,024,216
其他流动资产	225,591	231,836	242,370	253,997
流动资产合计	1,268,539	1,310,646	1,378,434	1,452,280
长期股权投资	104,296	104,296	104,296	104,296
固定资产	8,362	8,657	8,805	8,879
无形资产	373	373	373	373
非流动资产合计	168,373	168,340	168,267	168,307
资产合计	1,436,912	1,478,986	1,546,701	1,620,587
短期借款	5,213	5,213	5,213	5,213
应付账款及票据	173,734	180,781	192,054	204,340
其他流动负债	634,784	657,245	693,886	734,210
流动负债合计	813,731	843,239	891,153	943,763
长期借款	235,251	235,251	235,251	235,251
其他长期负债	50,902	50,902	50,902	50,902
非流动负债合计	286,154	286,154	286,154	286,154
负债合计	1,099,885	1,129,393	1,177,307	1,229,917
股本	11,970	11,970	11,970	11,970
少数股东权益	138,484	144,460	152,539	161,670
股东权益合计	337,027	349,594	369,395	390,670
负债和股东权益合计	1,436,912	1,478,986	1,546,701	1,620,587

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.40	4.19	6.72	6.95
EBIT 增长率	-21.89	19.51	11.24	11.88
净利润增长率	-34.13	2.39	35.19	13.02
盈利能力 (%)				
毛利率	16.01	16.00	16.38	16.81
净利润率	3.48	3.42	4.33	4.58
总资产收益率 ROA	0.84	0.84	1.08	1.16
净资产收益率 ROE	6.08	6.02	7.70	8.24
偿债能力				
流动比率	1.56	1.55	1.55	1.54
速动比率	0.37	0.37	0.36	0.35
现金比率	0.18	0.18	0.16	0.15
资产负债率 (%)	76.55	76.36	76.12	75.89
经营效率				
应收账款周转天数	4.08	3.88	3.84	3.83
存货周转天数	1,079.72	1,049.80	1,040.14	1,042.16
总资产周转率	0.24	0.25	0.25	0.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	1.03	1.40	1.58
每股净资产	16.59	17.14	18.12	19.13
每股经营现金流	1.16	1.23	0.38	0.91
每股股利	0.41	0.42	0.56	0.64
估值分析				
PE	8	8	6	5
PB	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.45	8.85	7.99	7.19
股息收益率 (%)	5.10	5.18	7.00	7.91

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	17,899	18,332	24,782	28,009
折旧和摊销	2,375	2,437	2,555	2,537
营运资金变动	-13,076	-14,835	-26,304	-22,980
经营活动现金流	13,930	14,720	4,605	10,886
资本开支	-161	-1,546	-1,607	-1,684
投资	6,143	0	0	0
投资活动现金流	7,266	2,068	2,251	2,441
股权募资	11,049	0	0	0
债务募资	-31,072	0	0	0
筹资活动现金流	-49,962	-13,544	-12,760	-14,513
现金净流量	-28,826	3,244	-5,905	-1,187

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026