

保利发展（600048）

证券研究报告
2024年04月24日

地位稳固，趋势向好——保利发展 2023 年报点评

事件：公司发布 2023 年年报，公司 23 年实现营业收入 3468.28 亿元，同比+23.42%；归母净利润 120.67 亿元，同比-34.13%；基本每股收益 1.01 元/股，同比-33.99%。

营收规模稳步提升，利润受计提影响。收入端，公司 23 年实现营收 3468.28 亿元，同比+23.42%，营收规模稳步提升；分区域看，华东、华北片区收入增速超 7 成。截至 2023 年末，公司合同负债 3772 亿元，公司认为未来收入保障度高。**利润端**，公司归母净利润 120.67 亿元，同比-34.13%，利润指标同比下降主要因 1) 项目结转毛利率下降：23 年公司结转毛利率 16.02%，同比下降 5.99 个 pct，主要因低利润项目结转占比提升。2) 资产减值计提：出于谨慎性原则，对存货和长期股权投资计提减值合计约 50 亿元。理清包袱后，业绩扎实稳健。

销售金额行业第一，多城市占率提升。销售端，23 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%，在行业下行期仍保持较好韧性，根据克而瑞，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。23 年公司在确定性强的核心 38 城销售贡献近 9 成，同比提升 2 个 pct。23 年公司市占率 3.6%，同比提升 0.2 个 pct，其中核心 38 城市占率达 6.8%，同比提升 0.7 个 pct，市占率超过 10%的城市共 27 个，不断实现突破。**拿地端**，23 年拓展项目 103 个，总地价 1632 亿元，权益地价 1359 亿元，同比提升 26%，拓展权益比提升 16 个百分点至 83%。截至 23 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，存量项目占比下降 8 个 pct。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。

融资空间充足、融资成本较低。债务端，截至 23 年末，公司资产负债率 76.55%、扣预收资产负债率 67.14%、净负债率 61.20%，分别较 22 年末下降 1.56、1.34 和 2.37 个 pct，现金短债比 1.28。1 年内到期的债务余额为 737 亿元，占有息负债比重为 20.82%，较 22 年末下降 0.46 个 pct。截至 23 年末，公司有息债务余额 3543 亿元，较 22 年末减少 271 亿元，综合融资成本约 3.56%，较 22 年末下降 36 个 bp；公司直接融资占有息负债比重 16.31%，融资空间充足。23 年内公司新增融资 1371 亿元，综合成本仅 3.14%，三年期直接融资成本最低降至 3.0%，融资成本较低。

分红比例提升，回购彰显信心。公司近 12 个月股息率达 5.56%。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。同时公司累计使用超过 10 亿元回购公司股份，实际控制人保利集团以 2.5 至 5 亿元增持公司股份，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率先受益于行业企稳复苏。

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 24-25 年归母净利润预测分别为 136.79、144.29 亿元（调整前 141.49、169.87 亿元），新增 26 年归母净利润预测为 166.63 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：国内外宏观形势变化、房地产销售不及预期、市场竞争加剧风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	281,108.24	346,893.53	381,201.30	405,483.82	426,122.95
增长率(%)	(1.37)	23.40	9.89	6.37	5.09
EBITDA(百万元)	43,223.31	40,191.67	37,155.17	37,297.44	39,783.77
归属母公司净利润(百万元)	18,346.82	12,067.16	13,678.95	14,428.62	16,663.17
增长率(%)	(33.01)	(34.23)	13.36	5.48	15.49
EPS(元/股)	1.53	1.01	1.14	1.21	1.39
市盈率(P/E)	5.25	7.98	7.04	6.67	5.78
市净率(P/B)	0.49	0.48	0.45	0.42	0.40
市销率(P/S)	0.34	0.28	0.25	0.24	0.23
EV/EBITDA	10.62	10.16	10.24	10.18	9.67

资料来源：wind，天风证券研究所

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	8.09 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)	96,840.89
流通 A 股市值(百万元)	96,840.89
每股净资产(元)	16.16
资产负债率(%)	76.55
一年内最高/最低(元)	15.20/7.74

作者

王雯	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110521120005
wangwena@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110520120003
baorongfu@tfzq.com	

股价走势

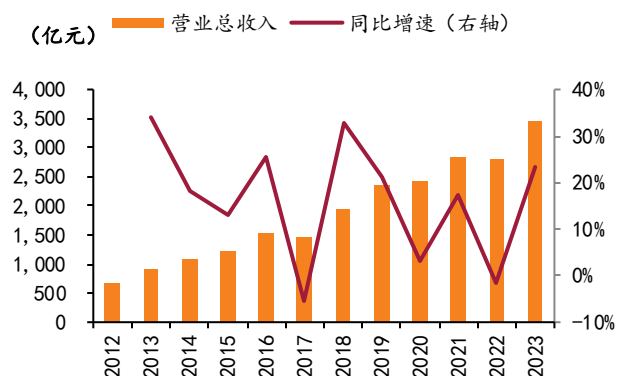


资料来源：聚源数据

相关报告

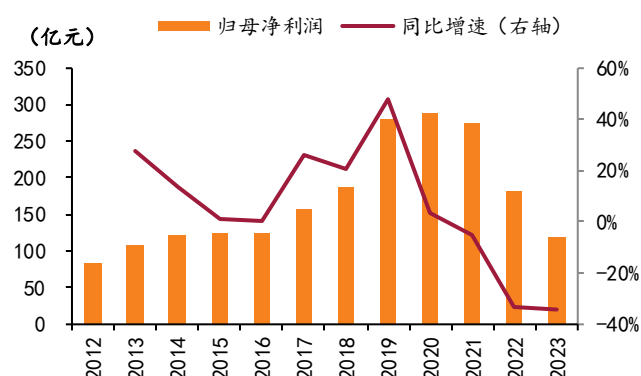
- 《保利发展-公司点评:减值影响业绩，龙头地位稳固，分红彰显信心——保利发展 2023 业绩快报点评》 2024-01-22
- 《保利发展-季报点评:销售跻身第一，投资坚持聚焦》 2023-04-24
- 《保利发展-年报点评报告:灵活应变，市占率持续提升》 2023-04-04

图 1：保利发展营业收入及同比增速



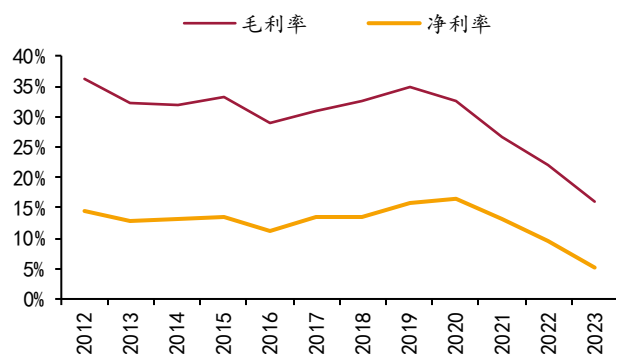
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：保利发展归母净利润及同比增速



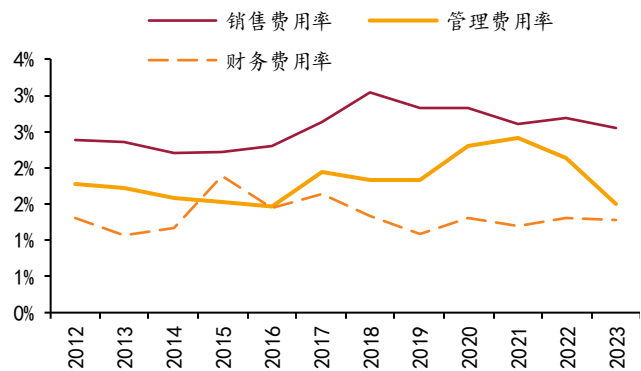
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：保利发展毛利率及净利率



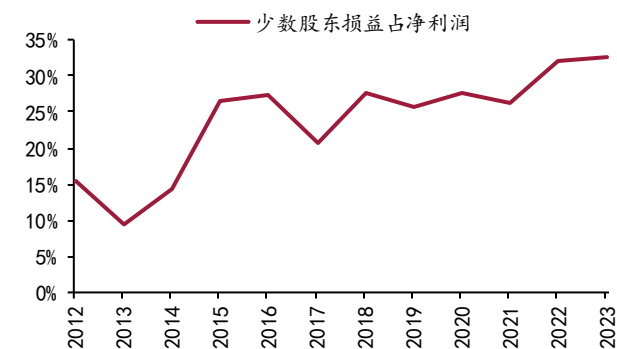
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：保利发展三费率



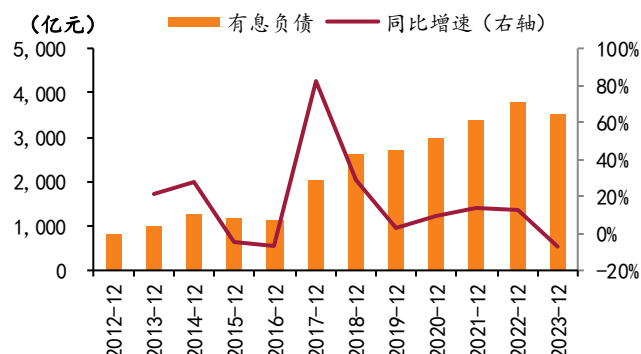
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：保利发展少数股东损益占净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：保利发展有息负债及同比增速



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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	176,537.08	147,982.17	152,480.52	160,166.11	166,187.95
应收票据及应收账款	4,054.33	3,821.84	4,833.28	4,373.17	5,301.89
预付账款	22,556.37	21,635.20	26,784.54	24,590.36	29,192.67
存货	877,893.19	869,508.46	832,784.07	992,217.53	938,024.74
其他	219,086.27	225,361.49	266,711.36	254,668.83	293,152.43
流动资产合计	1,300,127.24	1,268,309.17	1,283,593.76	1,436,016.00	1,431,859.68
长期股权投资	106,249.64	104,296.50	104,296.50	104,296.50	104,296.50
固定资产	10,146.76	8,362.36	7,930.42	7,277.87	6,542.11
在建工程	571.06	590.23	614.97	640.30	666.71
无形资产	370.97	373.48	324.70	275.91	227.13
其他	52,725.36	54,750.49	55,725.08	55,382.91	56,457.00
非流动资产合计	170,063.79	168,373.06	168,891.67	167,873.49	168,189.44
资产总计	1,470,464.41	1,436,911.79	1,452,485.44	1,603,889.49	1,600,049.12
短期借款	1,197.34	5,213.22	3,282.14	4,910.55	8,380.81
应付票据及应付账款	162,703.92	173,733.91	194,893.69	196,232.06	213,227.14
其他	266,359.89	257,569.15	617,677.41	750,247.14	706,122.50
流动负债合计	430,261.14	436,516.29	815,853.24	951,389.76	927,730.45
长期借款	242,482.46	235,251.41	227,008.31	222,790.18	221,525.55
应付债券	57,716.30	45,264.95	47,528.20	48,478.76	49,448.34
其他	5,793.71	5,637.49	5,369.84	5,600.34	5,535.89
非流动负债合计	305,992.47	286,153.85	279,906.35	276,869.29	276,509.78
负债合计	1,148,272.90	1,099,885.15	1,095,759.59	1,228,259.04	1,204,240.23
少数股东权益	125,927.10	138,483.55	142,688.74	147,408.43	152,824.64
股本	11,970.44	11,970.44	11,970.44	11,970.44	11,970.44
资本公积	17,626.25	17,488.20	17,488.20	17,488.20	17,488.20
留存收益	157,618.13	163,993.40	173,649.13	183,834.04	195,596.28
其他	9,049.59	5,091.05	10,929.33	14,929.33	17,929.33
股东权益合计	322,191.51	337,026.64	356,725.85	375,630.45	395,808.89
负债和股东权益总计	1,470,464.41	1,436,911.79	1,452,485.44	1,603,889.49	1,600,049.12

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	27,011.10	17,899.22	13,678.95	14,428.62	16,663.17
折旧摊销	1,691.07	1,758.14	1,527.77	1,571.27	1,612.68
财务费用	6,284.77	6,512.35	3,821.40	3,966.38	4,059.68
投资损失	(4,201.01)	(2,211.89)	(2,322.48)	(2,438.61)	(2,926.33)
营运资金变动	(23,083.56)	(20,286.38)	(11,354.24)	(13,818.95)	(21,830.10)
其它	(279.99)	10,258.57	5,775.60	6,721.02	7,710.59
经营活动现金流	7,422.38	13,930.01	11,127.00	10,429.73	5,289.70
资本支出	10,406.80	(1,933.07)	1,339.43	664.75	918.99
长期投资	11,160.26	(1,953.15)	0.00	0.00	0.00
其他	(20,929.74)	11,151.93	275.02	809.25	1,077.78
投资活动现金流	637.32	7,265.72	1,614.45	1,474.00	1,996.77
债权融资	39,465.29	(31,478.33)	(8,306.00)	(2,007.89)	2,893.06
股权融资	(15,175.35)	(4,096.59)	62.89	(2,210.25)	(4,157.69)
其他	(27,305.35)	(14,386.76)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(3,015.41)	(49,961.68)	(8,243.10)	(4,218.13)	(1,264.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,044.29	(28,765.95)	4,498.35	7,685.59	6,021.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	281,108.24	346,893.53	381,201.30	405,483.82	426,122.95
营业成本	219,228.01	291,308.02	319,179.85	338,660.09	354,534.29
营业税金及附加	13,121.19	10,258.62	14,533.20	16,675.42	17,524.19
销售费用	7,529.75	8,876.02	10,139.95	11,191.35	11,760.99
管理费用	4,744.35	5,159.49	6,480.42	7,298.71	7,670.21
研发费用	1,238.48	85.87	381.20	405.48	426.12
财务费用	3,686.48	4,391.27	3,821.40	3,966.38	4,059.68
资产/信用减值损失	(1,277.44)	(5,087.61)	(3,051.03)	(2,054.09)	(1,057.33)
公允价值变动收益	(141.85)	15.85	(181.76)	34.79	37.63
投资净收益	4,201.01	2,211.89	2,322.48	2,438.61	2,926.33
其他	(5,914.96)	5,356.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	34,693.23	24,318.02	25,754.97	27,705.70	32,054.07
营业外收入	781.26	572.10	621.62	658.33	617.35
营业外支出	173.89	263.98	194.84	210.90	223.24
利润总额	35,300.60	24,626.13	26,181.75	28,153.12	32,448.18
所得税	8,289.51	6,726.91	6,545.44	7,038.28	8,112.04
净利润	27,011.10	17,899.22	19,636.31	21,114.84	24,336.13
少数股东损益	8,664.28	5,832.06	5,957.36	6,686.23	7,672.96
归属于母公司净利润	18,346.82	12,067.16	13,678.95	14,428.62	16,663.17
每股收益(元)	1.53	1.01	1.14	1.21	1.39

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-1.37%	23.40%	9.89%	6.37%	5.09%
营业利润	-30.15%	-29.91%	5.91%	7.57%	15.69%
归属于母公司净利润	-33.01%	-34.23%	13.36%	5.48%	15.49%
获利能力					
毛利率	22.01%	16.02%	16.27%	16.48%	16.80%
净利率	6.53%	3.48%	3.59%	3.56%	3.91%
ROE	9.35%	6.08%	6.39%	6.32%	6.86%
ROIC	6.92%	4.40%	4.54%	4.77%	5.29%
偿债能力					
资产负债率	78.09%	76.55%	75.44%	76.58%	75.26%
净负债率	63.57%	61.20%	55.31%	51.00%	48.63%
流动比率	1.54	1.56	1.57	1.51	1.54
速动比率	0.50	0.49	0.55	0.47	0.53
营运能力					
应收账款周转率	77.57	88.09	88.09	88.09	88.09
存货周转率	0.33	0.40	0.45	0.44	0.44
总资产周转率	0.20	0.24	0.26	0.27	0.27
每股指标(元)					
每股收益	1.53	1.01	1.14	1.21	1.39
每股经营现金流	0.62	1.16	0.93	0.87	0.44
每股净资产	16.40	16.59	17.88	19.07	20.30
估值比率					
市盈率	5.25	7.98	7.04	6.67	5.78
市净率	0.49	0.48	0.45	0.42	0.40
EV/EBITDA	10.62	10.16	10.24	10.18	9.67
EV/EBIT	11.01	10.58	10.68	10.63	10.08

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