

保利发展 (600048)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 地产行业首席分析师
 执业编号: S15005220100002
 联系电话: +86 18621759430
 邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

结算业绩下滑承压, 销售排名提升供给优势凸显

——保利发展 (600048. SH) 2022 年年报点评

2023 年 04 月 04 日

本期内容提要:

◆**营收规模保持稳健, 毛利下降利润承压。**公司 2022 年实现总营收 2811.08 亿元, 同比下降 1.37%, 保持了营收规模整体稳健。实现归母净利润 183.47 亿元, 同比下降 33.01%, 净利润下降主要由于: 1) 毛利率水平下降 4.79pct 至 22.01%。2) 2022 年受到行业出清影响, 投资收益同比下降 32.36%。3) 计提资产减值损失 11.56 亿元, 较 2021 年增加 12.51 亿元。随着公司此前获取的高价低利润地块逐步结算完毕, 公司在 2021 年下半年以来获取的利润水平较好的地块有望缓解利润率压力, 毛利率水平有望底部回升。此外, 公司 2022 年已售未结资源 4086 亿元, 覆盖公司当年结算收入 1.5 倍, 待结算资源丰富的基础上公司业绩有望持续释放。

◆**销售: 销售优于大市, 市占率提升, 区域深耕效果凸显。**2022 年公司实现销售签约面积 2747.95 万平方米, 同比下降 17.55%, 实现销售签约金额 4573.01 亿元, 同比下降 14.51%。2022 年公司市场排名升至行业第二, 市场占有率为 3.4%。重点布局的 38 城销售贡献为 86%, 同比提升 8pct。珠三角和长三角区域合计销售贡献率提升 3pct。在 26 个城市销售排名第一, 在 51 个城市排名前三。2023 年公司的供给优势逐步兑现, 1-3 月销售金额 1139.2 亿元, 同比增长 25.6%, 登顶行业第一。我们认为 2023 年行业仍将延续城市分化趋势, 供给差异会随着行业复苏更加凸显, 公司 2022 年在市场下行阶段保持拿地节奏、拓展核心城市核心区域优质地块, 随着这些优质地块入市, 公司供给优势有望进一步凸显。

◆**拿地: 保持拓展定力, 聚焦核心城市。**2022 年公司在坚持“以销定投”的前提下, 抓住土地市场深度调整所带来的利润率、地块质量等机遇, 保持投资定力。2022 年全年拓展项目 91 个, 总地价 1613 亿元, 同比下降 13%, 拓展容积率面积 1054 万平, 拿地强度 35.3%。2022 年公司坚持聚焦“核心城市+城市群”, 38 城拓展金额占比 98%, 在广州、上海、南京、合肥、厦门、成都等城市都实现了拓展金额的同比增长。截至 2022 年末, 公司国内待开发土地储备 6238.6 万平, 其中一二线城市占比近 6 成, 土地储备丰富。同时, 随着行业销售逐步企稳, 公司资金充裕, 有望在 2023 年提升土地拓展力度, 同时叠加开发效率提升, 公司在 2023 年供货能力无虞, 为销售规模提升奠定坚实基础。

◆**融资: 融资成本优势明显, 定增有望增强资本实力。**2022 年末公司净负债率 63.6%, 剔除预收账款的资产负债率 68.4%, 现金短债比 1.57 倍, 均处绿档。有息负债规模 3813 亿元, 同比增长 12.74%, 增速在三道红线要求内平稳增长。2022 年行业融资环境收紧, 公司抢抓低成本资源, 2022 年公司综合融资成本 3.92%, 较 2021 年下降 0.54pct, 保持行业内优势地位。公司拟募资不超过 125 亿元用于广州保利领袖海等 14 个项目和补充流动资金 15 亿元, 有望 1) 扩大业务规模, 提升市场竞争力。2) 优化资产负债表, 加速规模扩张。3) 补充流动资金, 缓解业务增长带来的现金需求压力。

◆**盈利预测与投资评级:**公司 2022 年保持拿地节奏, 在广州、上海、南京、合肥、厦门、成都等城市都实现了拓展金额的同比增长, 未来有望受益于供给端分化实现销售持续增加, 并且公司待结算资源丰富。因此我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.77/2.11/2.49 元/股, 4 月 3 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 8.27/6.94/5.87 倍, 维持“买入”评级。

◆**风险因素:**房地产调控政策收紧或放松不及预期。地产行业销售下行幅度超预期, 定增发行不及预期。公司房地产销售不及预期; 公募 REITs 发行不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,850	2,811	3,147	3,495	3,819
同比(%)	17.2%	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%
归属母公司净利润	274	183	212	252	298
同比(%)	-5.4%	-33.0%	15.3%	19.3%	18.2%
毛利率(%)	26.8%	22.0%	22.3%	23.5%	24.5%
ROE(%)	14.0%	9.3%	10.1%	10.9%	11.8%
EPS (摊薄) (元)	2.29	1.53	1.77	2.11	2.49
P/E	6.39	9.54	8.27	6.94	5.87
P/B	0.89	0.89	0.84	0.76	0.69

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 03 日收盘价

目录

1 营收规模保持稳健，毛利下降利润承压	3
2 销售：销售优于大市，市占率提升，区域深耕效果凸显	4
3 拿地：保持拓展定力，聚焦核心城市	5
4 融资：融资成本优势明显，定增有望增强资本实力	6
预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.77/2.11/2.49 元/股，维持“买入”评级	8
风险因素	8

图表目录

图表 1：公司营业收入及同比增速	3
图表 2：公司归母净利润及同比增速	3
图表 3：公司毛利率及净利率	3
图表 4：公司各项费用率	3
图表 5：公司合约销售金额及同比增速	4
图表 6：公司合约销售面积及同比增速	4
图表 7：公司市占率水平	4
图表 8：公司 38 个核心城市销售贡献率	4
图表 9：公司历年拓展金额及同比增速	5
图表 10：公司历年新增容积率面积及同比增速	5
图表 11：公司 2022 年待开发土地面积分布（%）	5
图表 12：公司历年拿地强度	5
图表 13：公司三道红线	6
图表 14：公司综合融资成本	6
图表 15：定增募集资金用途	6
图表 16：公司盈利预测	8

1 营收规模保持稳健，毛利下降利润承压

营收规模保持稳健，毛利率下降利润承压。公司 2022 年实现总营收 2811.08 亿元，同比下降 1.37%，保持了营收规模整体稳健。实现归母净利润 183.47 亿元，同比下降 33.01%，净利润下降主要由于：**1）毛利率下降 4.79pct：**公司 2022 年结算收入以前期低利润项目为主，因此毛利率水平下降 4.79pct 至 22.01%，具体到区域来看华北片区和东北片区毛利率水平下降幅度较大，分别下降 8.22pct 和 9.45pct，公司深耕华南和华东片区毛利率水平下降幅度相对较小，分别下降为 3.56pct 和 2.68pct，其中华东区域营收同比增长 35.31%，深耕效果持续兑现。**2）投资收益规模同比下降 32.36%：**2022 年受到行业出清影响，公司合作项目受到一定影响，实现投资收益 42.01 亿元，同比下降 32.36%。**3）计提资产减值损失 11.56 亿元：**公司 2022 年计提资产减值损失 11.56 亿元，较 2021 年增加 12.51 亿元。

毛利率有望底部回升，待结算资源丰富业绩有望释放。随着公司此前获取的高价低利润地块逐步结算完毕，公司在 2021 年下半年以来在土地市场遇冷、地块利润水平好转的情况下保持拿地拓展定力，获取的利润水平较好的地块通过结算周期调整有望缓解利润率压力，毛利率当前已处于底部区间，后续有望企稳回升。此外，公司 2022 年已售未结资源 4086 亿元，覆盖公司当年结算收入 1.5 倍，2023 年计划竣工面积 4450 万平，较 2022 年实际竣工面积增加 11.95%，随着疫情影响减弱，竣工目标有望顺利实现，待结算资源丰富的基础下公司业绩有望持续释放。

图表 1：公司营业收入及同比增速



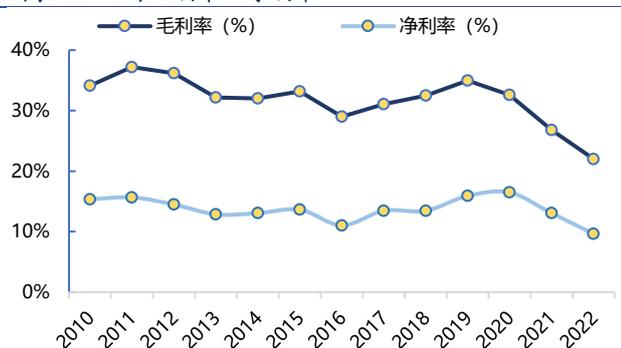
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 2：公司归母净利润及同比增速



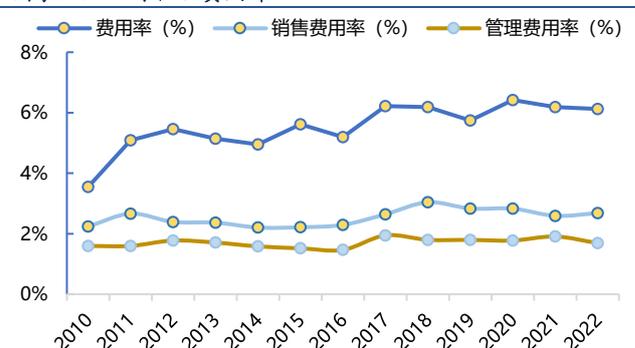
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 3：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 4：公司各项费用率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2 销售：销售优于大市，市占率提升，区域深耕效果凸显

销售表现优于大市，排名位列行业第 2。2022 年公司实现销售签约面积 2747.95 万平方米，同比下降 17.55%，实现销售签约金额 4573.01 亿元，同比下降 14.51%，销售签约金额同比降幅分别优于行业、百强房企 12.19pct、27.79pct，销售表现明显优于大市。2022 年公司市场排名升至行业第二，市场占有率为 3.4%，连续 7 年提升。

区域深耕效果持续凸显，竞争优势不断强化。2022 年公司重点布局的 38 城销售贡献率为 86%，同比提升 8pct。其中公司大本营珠三角和持续深耕拓展的长三角区域合计销售贡献率为 56%，同比提升 3pct。此外，在 2022 年市场整体下行、行业出清的背景下，公司在保持经营稳健的同时，在市占率方面积极进取，公司在 26 个城市销售排名第一，较 2021 年增加 8 个，在 51 个城市排名前三，较 2021 年增加 9 个。在广佛市占率达到 18%，厦门、合肥市占率分别为 17%和 10%，分别提升 10.2pct 和 4.7pct，上海、杭州和南京市占率也突破了 6%，市场加速集中。

城市深耕更受益市场复苏，2023 年登顶行业第一，优势有望保持。进入 2023 年，公司的供给优势逐步兑现，1-3 月销售金额 1139.2 亿元，同比增长 25.6%，登顶行业第一。我们认为 2023 年行业仍将延续城市分化趋势，受到 2022 年行业下行影响，供给差异会随着行业复苏更加凸显，而公司 2022 年在市场下行阶段保持拿地节奏、拓展核心城市核心区域优质地块，随着这些优质地块入市，公司供给优势有望进一步凸显。同时，公司在城市深耕过程中形成的品牌优势，叠加 2022 年在行业信用风险出清的过程中，公司积极承担国企责任，全年实现品质交付 25.9 万套，同比增长 26%，随着行业企稳，公司凭借品牌优势和交付力，2023 年行业第一优势有望继续保持。

图表 5：公司合约销售金额及同比增速



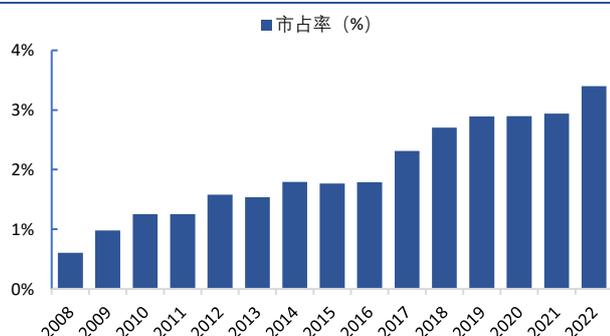
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 6：公司合约销售面积及同比增速



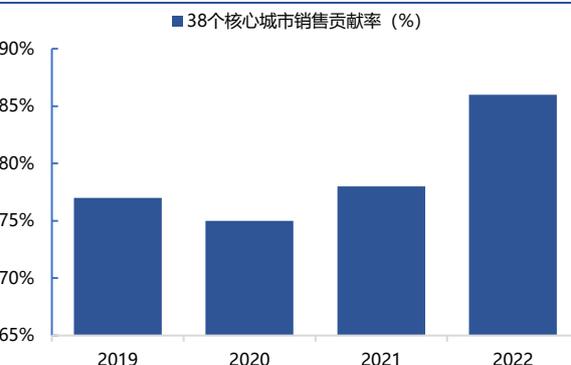
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 7：公司市占率水平



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 8：公司 38 个核心城市销售贡献率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

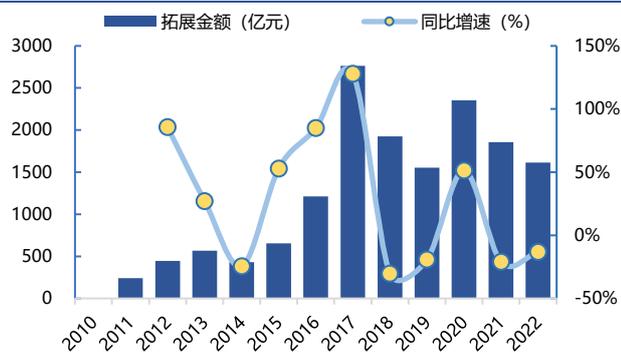
3 拿地：保持拓展定力，聚焦核心城市

行业下行仍保持拿地定力，拿地拓展行业领先。2022 年行业销售进入深度调整阶段的背景下，全年土地成交规模降至近十年新低，全国土地市场热度降至低点，为了降低流拍率，提升成交热度，各地在 2022 年增加了核心区域地块的供给。公司在坚持“以销定投”的前提下，抓住土地市场深度调整所带来的利润率、地块质量等机遇，保持投资定力。2022 全年拓展项目 91 个，总地价 1613 亿元，同比下降 13%，拓展容积率面积 1054 万平，拓展均价 15319.29 元/平方米，同比大幅提升 124.4%，拿地强度 35.3%，基本与 2021 年持平。

资源结构上向一二线核心城市聚焦，积极获取优质地块。2022 年公司面对城市分化持续、有效市场边界收缩的特点，划定有效投资边界，提升拓展质量，坚持聚焦“核心城市+城市群”，38 城拓展金额占比 98%，从单城市来看，公司在广州、上海、南京、合肥、厦门、成都等城市都实现了拓展金额的同比增长。在 2022 年行业下行中，高能级核心城市的销售表现出更高的韧性，我们认为后续市场逐步回暖的过程中，核心城市仍将率先提振，因此公司在核心城市增加的土地储备未来有望成为去化、流速更好的项目，保障后续的销售去化稳定。具体到地块层面，公司在各城市土拍中积极获取核心位置的地块，例如在厦门湖里区、广州海珠区、北京朝阳区、南京秦淮区建邺区、上海杨浦区、长沙岳麓区都有斩获地块，我们判断在后续市场复苏的阶段，市场也将从热门区域开始回温，因此公司获取的核心区域地块无论在顺利去化还是利润率方面都有一定保障。

待开发土地储备充足，2023 年拿地力度有望提升，供货能力无虞。截至 2022 年末，公司国内待开发土地储备 6238.6 万平，其中一二线城市占比近 6 成，土地储备丰富。同时，随着行业销售逐步企稳，公司资金充裕，有望在 2023 年提升土地拓展力度。2022 年公司新拓展项目平均 5.9 个月实现首开，周转效率提升，公司在 2023 年供货能力无虞，为销售规模提升奠定坚实基础。

图表 9：公司历年拓展金额及同比增速



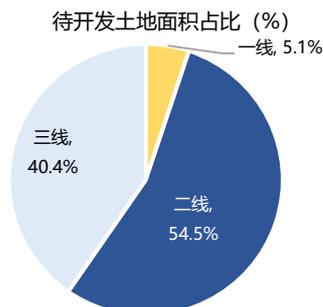
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 10：公司历年新增容积率面积及同比增速



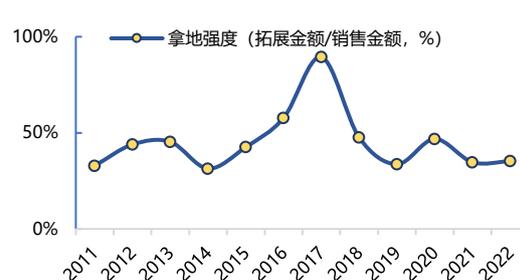
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 11：公司 2022 年待开发土地面积分布 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 12：公司历年拿地强度



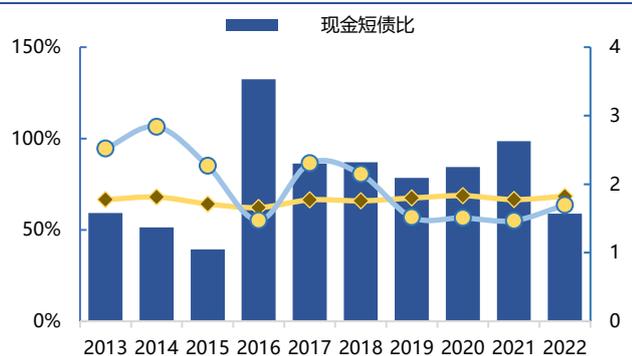
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4 融资：融资成本优势明显，定增有望增强资本实力

三道红线保持绿档，有息负债规模平稳增长。2022 年末公司净负债率 63.6%，剔除预收账款的资产负债率 68.4%，现金短债比 1.57 倍，均处绿档。债务期限结构合理，一年内到期债务占有息负债比重为 21%。有息负债规模 3813 亿元，同比增长 12.74%，增速在三道红线要求内平稳增长。

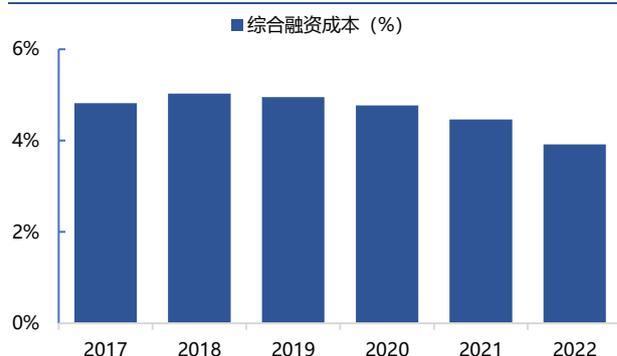
探索多元化融资渠道，融资成本优势明显。2022 年行业融资环境收紧，房企信用利差扩大的背景下，公司抢抓低成本资源，2022 年公司综合融资成本 3.92%，较 2021 年下降 0.54pct，保持行业内优势地位。2022 年在行业信用风险持续出清的情况下，公司凭借经营稳健和央企背景，提升直接融资比重，累计发行公司债 113 亿元、中期票据 150 亿元，合计规模增长 40.72%。此外，4 月公司还发行了 15 亿元并购专项公司债，有助于公司在行业出清之际抓住潜在收并购机会。

图表 13：公司三道红线



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 14：公司综合融资成本



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权融资开闸后，公司于 2022 年 12 月末公告非公开发行 A 股股票预案，拟募资不超过 125 亿元用于广州保利领袖海等 14 个项目和补充流动资金 15 亿元。此次定增募资有望为公司带来多方面影响：**1) 扩大业务规模，提升市场竞争力。**此次募集资金用于的 14 个项目预计将为公司带来 627.67 亿元销售收入，其中 22.3% 位于一线城市，60.6% 位于核心二线城市，为一二线核心城市项目提供资金支持，有望为公司优质货值提供保障，提升公司的经营竞争力。**2) 优化资产负债表，加速规模扩张。**此次定增顺利发行后，有望改善公司资本结构，增厚净资产，降低资产负债率，在不突破“三道红线”等监管要求的前提下，为公司进一步扩表释放空间。**3) 补充流动资金，缓解业务增长带来的现金需求压力。**随着公司业务持续增长，公司拿地拓展规模也会进一步增长，定增完成后公司融资活动现金流入有望增加，有望缓解公司拓展的资金压力，为投资提量提质带来资金支持。

同时，母公司中国保利集团与公司签订附条件生效的股份认购协议，保利集团拟以不低于人民币 1 亿元且不超过 10 亿元的现金认购公司本次非公开发行的股票，体现母公司对公司的支持与认可。

图表 15：定增募集资金用途

序号	项目名称	总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)	预计销售额 (万元)	项目销售净利率 (%)
1	广州保利领袖海	669,782	145,000	738,573	6.87%
2	西安保利天汇	558,010	125,000	654,426	9.60%
3	大连保利城	321,844	110,000	358,223	6.80%
4	合肥保利和光熙悦	312,835	90,000	361,681	8.43%
5	中山保利天汇	486,121	85,000	571,637	7.66%
6	南京保利阅云台	485,964	85,000	554,900	7.64%
7	西安保利锦上	311,323	80,000	363,308	9.73%
8	南京保利燕璟和颂	522,964	80,000	597,098	7.97%

9	合肥保利拾光年	255,498	65,000	301,271	9.54%
10	广州保利和悦滨江	333,469	55,000	380,264	7.01%
11	广州保利锦上	256,696	50,000	281,201	6.73%
12	南京保利扬子萃云台	383,332	50,000	441,296	8.33%
13	合肥保利璟悦	151,373	40,000	173,853	7.88%
14	莆田保利建发棠颂和府	416,492	40,000	498,971	9.44%
15	补充流动资金	150,000	150,000	-	-
	总计	5,615,703	1,250,000	-	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

紧抓公募 REITs 机遇，积极提升投资物业经营能力。公司高度重视租赁住房业务的战略布局，并在投资开发、运营、资产证券化等领域大力推进各项工作，积极构建新的发展格局。公司旗下的信保基金提高站位，在两年前国家出台基础设施 REITs 政策之际，就提前布局，在大湾区及全国其它重点区域布局发展 REITs 业务，积极推动并成功辅导协助了国家首批基础设施 REITs 项目的落地。2022 年成功落地保租房资产的 REITs 战略投资，展现了信保基金在 REITs 业务领域的专业能力和综合实力，助力信保基金成为私募基金行业中 REITs 赛道的先行者和领跑者。信保基金将持续深入探索保障性租赁住房的投融资模式，积极发展 Pre-REITs 基金，为公司战略业务的可持续发展赋能助力。随着 C-REITs 市场逐渐成熟，公司有望凭借运营高效的保障性租赁住房资产，在 2023 年加大资本运作，有望推动公司公募 REITs 在年内落地。

预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.77/2.11/2.49 元/股，维持“买入”评级

公司 2022 年保持拿地节奏，新增拿地金额中 38 城占比超过 98%，在广州、上海、南京、合肥、厦门、成都等城市都实现了拓展金额的同比增长，一方面高能级城市市场保持较好热度，能够维持相对更好的去化和流速，保障公司销售稳定性，另一方面公司在这些核心城市的货值充裕，未来有望受益于供给端分化实现销售持续增加。并且公司待结算资源丰富，待结算资源覆盖公司结算收入 1.5 倍，因此我们预计公司 2023 年-2025 年房地产业务增速分别为 11.8%/10.7%/8.7%；毛利率方面，随着公司低利润率项目逐步结转完成，新获取地块利润水平修复，我们预计 2023 年-2025 年房地产业务结算毛利率水平分别为 22.3%/23.7%/24.7%。因此我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.77/2.11/2.49 元/股，4 月 3 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 8.27/6.94/5.87 倍，维持“买入”评级。

图表 16：公司盈利预测

房地产销售		2017	2018	2019	2020	2021	2022A	2023E	2024E	2025E	
销售金额	亿元	3092.27	4048.18	4618.48	5028.48	5349.29	4573.01	5206.37	6166.95	7304.75	
	同比增速	%	47.2%	30.9%	14.1%	8.9%	6.4%	-14.5%	13.9%	15.5%	18.0%
销售面积	万平方米	2242.37	2766.12	3123.12	3409.20	3333.02	2747.95	3022.75	3476.16	3997.58	
	同比增速	%	40.3%	23.4%	12.9%	9.2%	-2.2%	-17.6%	10.0%	15.0%	15.0%
结算收入	亿元	1374.63	1824.98	2237.31	2263.76	2607.67	2565.78	2867.50	3174.10	3450.42	
	同比增速	%	-6.5%	32.8%	22.6%	1.2%	15.2%	-1.6%	11.8%	10.7%	8.7%
	毛利率	%	30.5%	32.7%	35.4%	33.5%	27.1%	21.8%	22.3%	23.7%	24.7%
营业收入	亿元	1463.06	1945.14	2359.34	2430.95	2849.33	2810.17	3147.49	3495.11	3818.55	
	同比增速	%	-5.5%	33.0%	21.3%	3.0%	17.2%	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%
	毛利率	%	31.1%	32.5%	35.0%	32.6%	26.8%	22.0%	22.4%	23.7%	24.6%
归母净利润	亿元	156.26	189.04	279.59	289.48	273.88	183.47	211.28	252.66	298.54	
	同比增速	%	25.8%	20.9%	47.9%	3.5%	-5.4%	-33.0%	15.2%	19.6%	18.2%
EPS (摊薄)	元	1.32	1.59	2.35	2.42	2.29	1.53	1.77	2.11	2.49	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

风险因素

政策风险： 房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险： 地产行业销售下行幅度超预期，定增发行不及预期。

业务风险： 公司房地产销售不及预期；公募 REITs 发行不及预期。

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,004	13,596	15,169	16,742
货币资金	1,765	830	2,494	1,354
应收票据	0	0	0	0
应收账款	40	30	47	37
预付账款	226	251	274	296
存货	8,779	9,920	9,770	12,126
其他	2,194	2,566	2,584	2,929
非流动资产	1,701	1,770	1,925	2,074
长期股权投资	1,062	1,162	1,262	1,362
固定资产(合计)	101	106	109	113
无形资产	4	4	9	15
其他	533	498	544	583
资产总计	14,705	15,366	17,095	18,816
流动负债	8,423	8,635	10,012	11,079
短期借款	12	42	62	72
应付票据	7	106	234	133
应付账款	1,620	1,630	1,921	1,913
其他	6,784	6,857	7,795	8,961
非流动负债	3,060	3,273	3,291	3,591
长期借款	2,425	2,558	2,686	2,916
其他	635	715	605	675
负债合计	11,483	11,908	13,303	14,669
少数股东权益	1,259	1,368	1,485	1,622
归属母公司股东权益	1,963	2,090	2,307	2,524
负债和股东权益	14,705	15,366	17,095	18,816

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,811	3,147	3,495	3,819
同比(%)	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%
归属母公司净利润	183	212	252	298
同比(%)	-33.0%	15.3%	19.3%	18.2%
毛利率(%)	22.0%	22.3%	23.5%	24.5%
ROE%	9.3%	10.1%	10.9%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	1.53	1.77	2.11	2.49
P/E	9.54	8.27	6.94	5.87
P/B	0.89	0.84	0.76	0.69
EV/EBITDA	5.76	6.63	2.34	4.51

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,811	3,147	3,495	3,819
营业成本	2,192	2,441	2,667	2,879
营业税金及附加	131	157	174	190
销售费用	75	88	98	107
管理费用	47	56	63	69
研发费用	12	16	17	19
财务费用	37	23	45	14
减值损失合计	-12	1	1	1
投资净收益	42	47	45	23
其他	1	2	2	2
营业利润	347	416	479	567
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	353	422	485	573
所得税	83	101	117	137
净利润	270	321	369	435
少数股东损益	87	109	117	137
归属母公司净利润	183	212	252	298
EBITDA	368	419	506	585
EPS(基本)(元)	1.53	1.77	2.11	2.49

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	74	-395	1,826	-1,163
净利润	270	321	369	435
折旧摊销	23	25	26	26
财务费用	63	59	61	64
投资损失	-235	-42	-47	-45
营运资金变动	-218	-826	1,416	-1,665
其它	-22	74	-1	0
投资活动现金流	6	-121	-134	-151
资本支出	-1	-14	-21	-21
长期投资	-45	-150	-150	-150
其他	52	43	37	20
筹资活动现金流	-30	-419	-28	173
吸收投资	27	0	0	0
借款	1,681	163	148	240
支付利息或股息	-312	-111	-125	-139
现金流净增加额	52	-935	1,664	-1,140

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名,2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名,2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。