



政策支持为行业发展保驾护航，低融资成本、持续大规模拿地助力保利弯道超车——保利发展（600048.SH）投资价值分析报告

◎房地产开发行业供给端、需求端政策利好频出，行业筑底反弹

11 月以来地方及中央政府对地产行业的政策支持力度持续加大。解除限购、降息等激活市场需求，前期房企由于资金周转问题大幅减少拿地投资，在受金融支持地产政策“三箭齐发”的强势托底下，未来将得到有效改善。我国政策从保交楼到保房企三好生，意味着房地产行业迎来了困境反转的政策拐点。政策带来的行业资金环境的大幅改善，有利于增强行业信心、防止行业信用风险进一步蔓延。保利作为行业龙头企业，在行业复苏之时将率先受益。

◎保利融资成本拥有绝对优势，为后续扩张提供资金保障

保利发展 2020-2022 年的低息发债规模逐渐扩大，2022H1 公司发债 140 亿元，位于主流房企的首位，加权融资成本逐年降低，从 2017 年的 5.4% 降到 2022H1 的 3.1%，仅次于中海和华润的 3.0%。大规模的低成本资金一方面为公司后续持续大规模拿地提供了充足的弹药，另一方面低融资成本能有效减少财务支出，提高公司盈利能力，进而提高保利市场竞争力，实现低成本融资的良性循环。

◎土地市场窗口期大量拿地，后续业绩增长有保障

截至 2022 年 11 月，公司拿地规模位列行业第一，为公司后续的发展储备了充足的土地资源。受市场景气度影响，这批土地整体成交溢价率低。这意味着待到公司后期开发入市叠加房地产市场大概率迎来触底反弹，项目毛利率可观。公司 2022Q3 的合同负债及预收账款为 4579.19 亿元，相比 2021 年年底增长 9.85%，是 2021 年营收的 1.6 倍，公司可结算项目仍有较大体量，叠加 2021-2022 年公司在二线城市拿地规模加大，未来业绩增长存在很大空间，有望实现弯道超车。

◎盈利预测与估值

预计保利发展 2022-2024 年每股收益（EPS）分别为 1.91 元、2.56 元、3.22 元，未来三年归母净利润将保持 12.03% 的复合增长率。绝对估值模型下，对应每股合理内在价值为 24.8 元。相对估值模型下：目前行业 2022 年加权平均 PE 为 16.05 倍；考虑公司的规模和未来业绩增长情况，给予公司 2022 年 9-11 倍 PE，对应每股合理估值区间在 17.19-21.01 元之间。

◎投资风险提示

销售不及预期；结算进度不及预期；政策兑现不及预期；销管费用控制不及预期。

核心业绩数据及预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2,839	3,323	3,796	4,189
YOY	32.80%	17.08%	14.23%	10.35%
归母净利润(亿元)	1,956	2,118	2,328	2,595
ROE	14.00%	10.81%	13.18%	14.86%
摊薄 EPS(元)	2.29	1.91	2.56	3.22
YOY	-5.41%	-16.38%	25.12%	18.11%
P/E	6.75	8.04	6	4.77

数据来源：华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

研究部

房地产行业组

SFC: AAK004

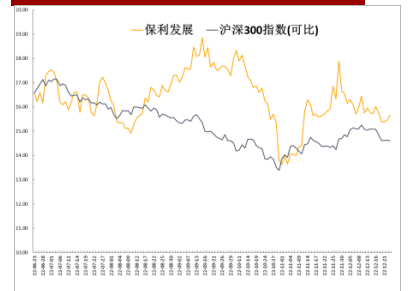
Email: research@waton.com

主要数据

2022.12.29

收盘价(元)	15.01
一年中最低/最高	12.88/19.88
总市值(亿元)	1875
总股本(亿股)	119.7
流通股本(亿股)	119.7
ROE(TTM)	6.56%
PE(TTM)	6.68

股价相对走势



数据来源：东方财富网



内容目录

一、	房地产行业分析	4
1.	目前行业销售仍在底部，单月销售改善不明显	4
2.	土地市场热度延续低位运行	6
3.	地产行业供给端、需求端利好政策频出	6
二、	保利发展竞争优势分析	9
1.	公司主营业务介绍	9
2.	公司核心竞争力分析	10
2.1	管理层扎根公司，股权稳定	10
2.2	拿地聚焦核心城市，注重权益占比	12
3.	公司经营情况分析	14
3.1	房地产业务稳步提升，两翼业务协同发展	14
3.2	销售规模名列前茅，盈利质量行业领先	15
3.3	销管费率优于行业平均	16
3.4	三道红线指标保持绿档，融资成本低	17
3.5	已售未结转保证收入，销售回款率高	19
三、	业绩预测&估值分析	19
1.	业绩预测	19
2.	估值分析	21
(1)	PE&PEG 估值分析	21
(2)	NAV 估值分析	23
四、	公司未来六个月内投资建议	23
1.	公司股价催化剂分析	23
2.	公司六个月内目标价格&投资评级	24
五、	投资风险提示	24



图目录

Figure 1 全国商品房销售面积&销售金额累计同比增长	4
Figure 2 2021 年 2 月以来全国商品房销售面积&销售金额	4
Figure 3 2021 年 12 月以来 30 大中城市商品房成交面积	5
Figure 4 保利发展不动产生态发展平台	9
Figure 5 保利天字系列产品图示	10
Figure 6 保利发展股权结构图（截止 2022Q3）	11
Figure 7 保利发展销售权益比变动趋势	14
Figure 8 保利发展不动产生态发展平台战略布局	15
Figure 9 2017-2022H1 公司一主两翼业务营收情况	15
Figure 10 保利发展全口径销售金额及同比增速	16
Figure 11 近年来可比公司销售净利率变化	16
Figure 12 近年来可比公司销售费用率变化	17
Figure 13 近年来可比公司管理费用率变化	17
Figure 14 2022H1 90 家上市房企三道红线情况	18
Figure 15 近年来公司发债规模及加权发行成本	18
Figure 16 2018-2022Q3 公司已售未结金额	19
Figure 17 PE 估值百分位	22
Figure 18 可比公司 2022 年 PE	22

表目录

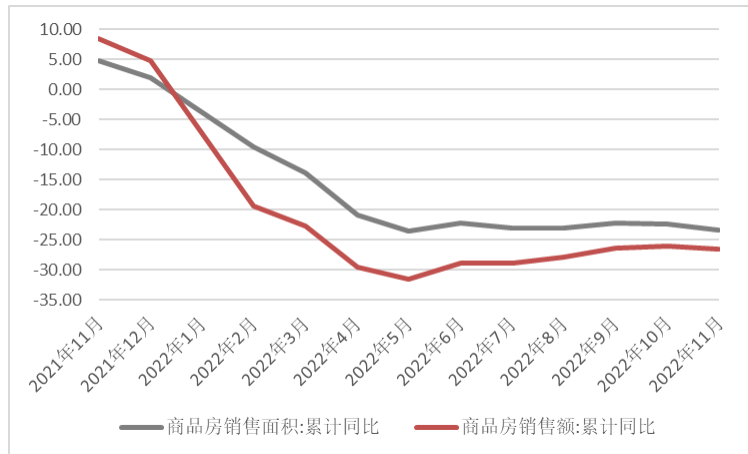
Table 1 2022 年 1-11 月中国房地产企业销售业绩排行榜	5
Table 2 2021 年下半年以来地产相关政策梳理	7
Table 3 保利发展现任管理团队	11
Table 4 保利发展 2022 年 1-10 月份新增土储情况	13
Table 5 2019-2022H1 龙头企业销售回款率	19
Table 6 保利发展 22-24 盈利预测	21
Table 7 可比公司估值表	23
Table 8 财务报表预测与比率分析	26



一、房地产行业分析

自 2021 年下半年以来，地产行业基本面持续下行。2022 年，我国房地产行业低开低走，截至 11 月，全国商品房销售仍在底部位置，基本面恢复仍有一定压力。1-11 月份商品房销售面积 12.13 亿平方米，累计同比-23.3%；销售金额 11.86 万亿元，累计同比-26.6%。房地产企业销售回暖仍需要政策支持和时间来帮助消费者信心重建。

Figure 1 全国商品房销售面积&销售金额累计同比增长

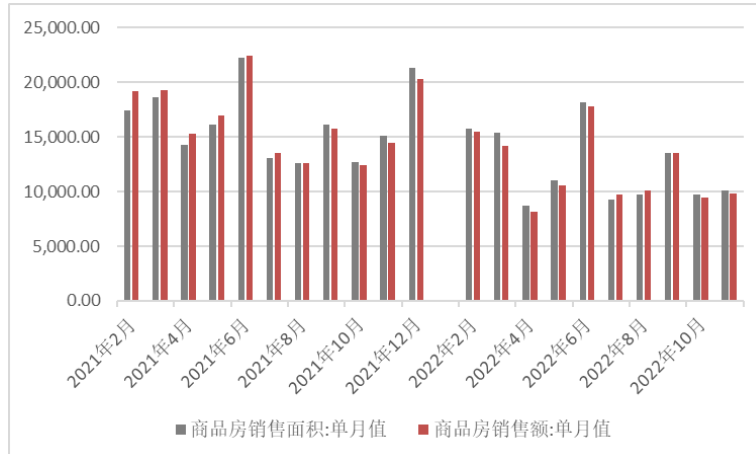


数据来源：国家统计局，华通证券研究部

1. 目前行业销售仍在底部，单月销售改善不明显

从统计局数据看，11 月单月销售数据降幅有所扩大，无论是销售金额还是销售面积，同比单月降幅高达 30% 以上。商品房销售同比自 21 年 7 月转负后，已连续 17 个月负增长，降幅和负增长时间均超过以往周期。因此整体来看，房地产行业需求端仍旧比较疲软。

Figure 2 2021 年 2 月以来全国商品房销售面积&销售金额



数据来源：国家统计局，华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



据中指研究院数据显示, 2022年1-11月, TOP100房企销售总额为67268.1亿元, 同比下降42.1%, 降幅较上月收窄1.3pct, 其中TOP100房企单月销售额同比下降34.4%, 环比下降4.9%。销售额超过千亿房企19家, 较去年同期减少16家; 超过百亿房企100家, 较去年同期减少51家。TOP100房企权益销售额合计为46888.9亿元, 权益销售面积合计为30049.3万平方米, 同比分别减少45.6%和49.9%。百强房企销售也呈现相似的下行趋势, 单月销售改善迹象不明显。

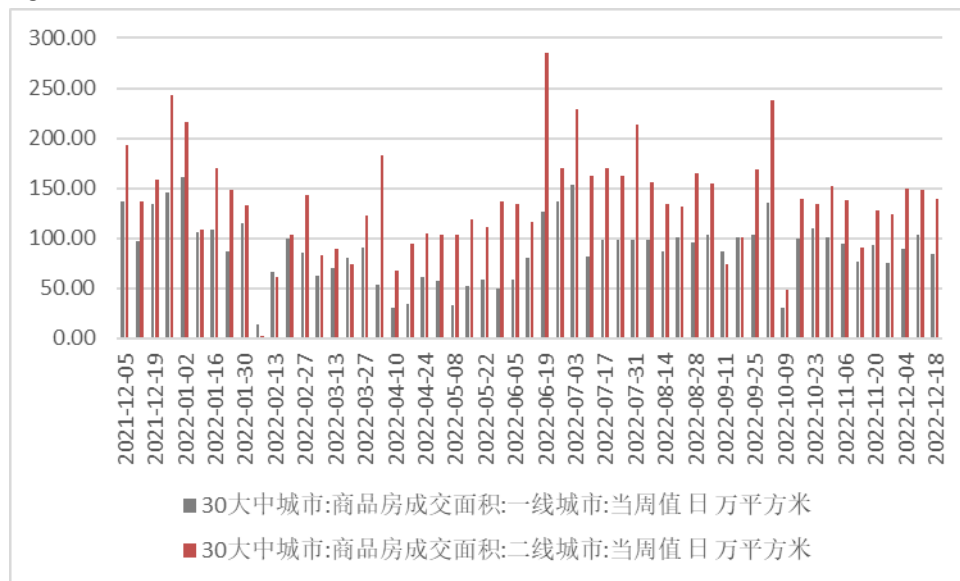
Table 1 2022年1-11月中国房地产企业销售业绩排行榜

排名	企业名称	销售额 (亿元)	排名	企业名称	销售面积 (万m ²)
1	碧桂园	4373.5	1	碧桂园	5383.5
2	保利发展	4001	2	保利发展	2401.7
3	万科	3767	3	万科	2356
4	绿城中国	2630.2	4	绿城中国	1228.2
5	中海地产	2597	5	融创中国	1218
6	华润置地	2517	6	中海地产	1172.7
7	招商蛇口	2495.8	7	华润置地	1159.9
8	金地集团	2014	8	新城控股	1114.6
9	龙湖集团	1832.7	9	绿地控股	1100.5
10	融创中国	1611	10	龙湖集团	1084.1

数据来源: 中指研究院, 华通证券研究部

从核心城市高频数据看, 11月以来全国大中城市成交也还在底部。近4期30大中城市商品房平均成交面积一线城市当周值不足90万平方米, 二线城市当周值不足140万平方米。

Figure 3 2021年12月以来30大中城市商品房成交面积



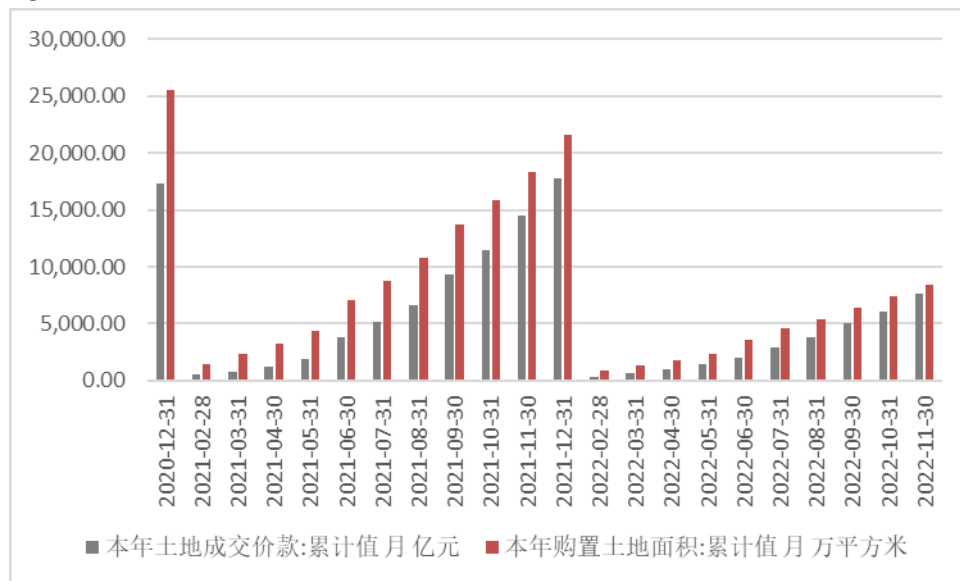
数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部



2. 土地市场热度延续低位运行

2022 年的土地市场总体处于相对低位运行状态，我国土储收入规模较去年相比进一步下探，成交地块平均溢价率亦较低，因此今年也是资金情况良好的房企“备货”的窗口期。据中指研究院监测数据显示，截至 11 月 30 日，年内全国土地成交价款 0.76 万亿元，去年同期数据为 1.45 万亿元，同比下降 47.59%。年内全国土地成交面积 8455 万平方米，去年同期数据为 18287.48 万平方米，同比下降 53.77%。观察重点城市招拍挂土地市场成交情况我们可以发现，今年央企、国企、地方平台和地方龙头民营企业为拿地的主力军。

Figure 4 全国每月累计土地成交金额&成交面积



数据来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

3. 地产行业供给端、需求端利好政策频出

今年以来，地产政策持续改善。尤其是 11 月以来，“三箭齐发”对于地产行业融资支持力度加大，需求端政策的想像空间也已经打开，供需两侧政策齐发有望帮助地产销售进入快速复苏通道。

需求端政策主要包括：三次降息、两次下调按揭需求端利率加点、换房退税等。

- 1) 三次降息：央行 2、5、8 月三次降息，分别下调 5 年期 LPR5bp、15bp、15bp。
- 2) 两次下调按揭利率加点：5 月下调首套按揭利率下限至 LPR-20bp，9 月阶段性取消或下调部分城市首套按揭利率下限。
- 3) 下调公积金贷款利率：9 月下调首套公积金利率 15bp。



4) 税费方面：3 月，提出年内不扩大房地产税试点，9 月，出台换房退税政策。

供给端政策主要包括：“第一支箭：金融 16 条”、“第二支箭：给予房企发债融资额度”、“第三支箭：放开房企股权再融资”等相关措施。

1) 支持房企合理融资：稳定开发贷，国有、民营一视同仁；债券融资回购、担保增信、央行再贷款提供资金支持；鼓励信托支持合理融资。贷款集中度管理延期。股权再融资的全面放开。

2) 预售资金监管优化：保函可置换预售监管资金。

3) 纾困措施：支持优质房企收并购，支持 AMC 纾困房企等。

4) 保交楼方面：地产基金、政策性专项借款等。

11 月以来中央政策力度持续加大，地产行业受政策“三箭齐发”强势托底，为行业复苏服下定心丸。从保交楼到保房企三好生，房地产行业迎来了困境反转的政策拐点。政策带来的行业资金环境的大幅改善，有利于增强行业信心、防止行业信用风险进一步蔓延。

Table 2 2021 年下半年以来地产相关政策梳理

时间	来源	政策内容及表述
2021/9/27	央行第三季度例会	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。
2021/12/3	银保监会	重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展。
2021/12/10	中央经济工作会议	坚持“房住不炒”，加强预期引导，探索新的发展模式。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2021/12/20	央行、银保监	《关于做好重点房地产企业风险处理项目并购金融服务的通知》，鼓励金融机构支持优质房企收并购。
2022/1/20	央行	降准降息：1 年期 LPR 下调 10bp 至 3.7%，5 年期 LPR 下调 5bp 至 4.6%
2022/3/12	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。
2022/4/18	央行	合理确定商贷最低首付款比例，最低贷款利率要求。金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”。
2022/4/24	住建部	要坚持底线思维，高度重视房地产领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。
2022/4/29	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒”，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。



2022/5/4	央行、证监会、银保监会、深交所、上交所	支持刚性和改善性住房需求。加强“新市民”金融服务，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求。积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围。支持房地产企业合理融资需求。支持房企正常融资活动，允许优质房企进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目，促进房地产行业平稳健康发展。继续做好服务实体企业发展工作，服务好民营房地产企业的合理融资需求，推动扩大基础设施 REITs 试点范围，合理把握 IPO 和再融资常态化。
2022/5/15	央行	下调首套按揭利率下限至 LPR-20bp（原下限 LPR）、二套下限（LPR+60bp）不变。
2022/5/20	央行	1 年期 LPR 维持不变 3.70%，5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.45%
2022/7/17	银保监会	加强与住建部、央行等部门的协同配合，坚持房住不炒，坚持稳地价、稳房价、稳预期，支持地方更加有利地推进保交楼、保民生、保稳定工作。
2022/7/28	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持房住不炒定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2022/8/19	住建部、财政部、央行	完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设支付。
2022/8/22	央行	1 年期 LPR 下调 5bp 至 3.65%，5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.30%
2022/9/29	央行、银保监会	6-8 月新房均价同环比连续下降的城市，地方政府可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消首套房贷利率下限。
2022/9/30	财政部、税务总局、央行	22.10.1 至 23.12.31，对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。2022 年 10 月 1 日起，首套房公积金贷款利率下调 15bp
2022/10/16	二十大	加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2022/10/20	证监会	允许部分存在少量涉房业务、但不以房地产为主业企业在 A 股市场融资。
2022/11/8	交易商协会	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022/11/11	央行、银保监会	围绕保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度六个方面提出十六条具体支持房地产市场的措施。
2022/11/14	银保监会、住建部、央行	允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房企信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房企开展保函置换等预售监管资金业务，置换金额不得超过确保项目竣工交付所需资金额度的 30%。
2022/11/21	央行、银保监会	拟向商业银行推出 2000 亿元“保交楼”再贷款；明确加大对优质房企内保外贷业务的支持力度；将房地产贷款集中度管理的过渡期延长两年；引导企业逐步自主发债，后续进一步下调中债增进提供的增信比例以及房



		企提供抵押品的反担保比例。
2022/11/28	证监会	在股权融资方面调整优化 5 项措施：1.恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2.恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3.调整完善房地产企业境外上市政策；4.进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；5.积极发挥私募股权投资基金作用。

数据来源：央行、政府公告，华通证券研究部

二、保利发展竞争优势分析

1. 公司主营业务介绍

保利发展是房地产行业的龙头企业，主营业务为房地产开发与销售，并以此为基础构建成涵盖物业服务、全域化管理、销售代理、商业管理、不动产金融等在内的多元产业发展体系，综合实力连续多年稳居行业前五，央企第一。保利发展控股以不动产投资开发为原点，立体延展出“不动产生态”：通过人才、资本、科技、信息的链接，致力于成为全球最具活力的不动产生态平台。在“不动产生态平台”战略定位下，公司延伸不动产投资开发、美好生活综合服务、产业金融服务三大产业链，下设 34 家地产平台公司和 18 家专业公司，员工总数超 6 万人。

Figure 5 保利发展不动产生态发展平台



数据来源：公司官网，华通证券研究部

2022 年，保利发展位居《福布斯》世界排名第 190 位，荣获行业领导品牌 TOP3。保利发展坚持扎根在核心城市及城市群，深耕国家重点发展区域，助力国家新型城镇化建设。公司始终坚持“一主两翼”战略方针，以商品住宅开发为主，大力发展“人居”相关服务板块。在住宅产品方面，形成“尊居、善居、品居、安居”系列，代表品牌有“天字”系、“和光”

系等；在写字楼产品方面，形成“保利中心”、“保利国际广场”等品牌系列。

Figure 6 保利天字系列产品图示



数据来源：公司官网，华通证券研究部

此外，公司以百姓安居为己任，积极发展保障性租赁住房，拓展公寓业务，建成保障房超 10 万套；进驻 25 座城市助力城市更新，响应国家提出的乡村振兴战略，帮助全体人民实现共同富裕。凭借出色的建设、运营、服务实力，保利发展在物业、酒店、商贸会展、购物中心、城市公建及旧城改造方面均取得长足发展，品牌成熟度与影响力进一步提升。保利物业致力于全态化管理，形成以社区居住物业服务为核心，以全域化管理、城市服务为引领的综合服务能力，并推出了“亲情和院、四时雅集、东方礼遇、星云企服、镇兴中国”等系列物业服务品牌；保利商旅在消费服务领域形成了“时光里、保利广场”等产品体系，在酒店领域打造了包括“诺雅、雅途、郡雅、悦雅”在内的多个品牌系列；养老服务板块打造“和熹会”品牌等多个行业标杆；在产业运营服务领域，打造了国际级赛事综合运营服务品牌，高质量承担武汉军运会、西安全运会等大型赛事服务；同时，福祉展、老博会等大型品牌展会也成为会展行业标杆。

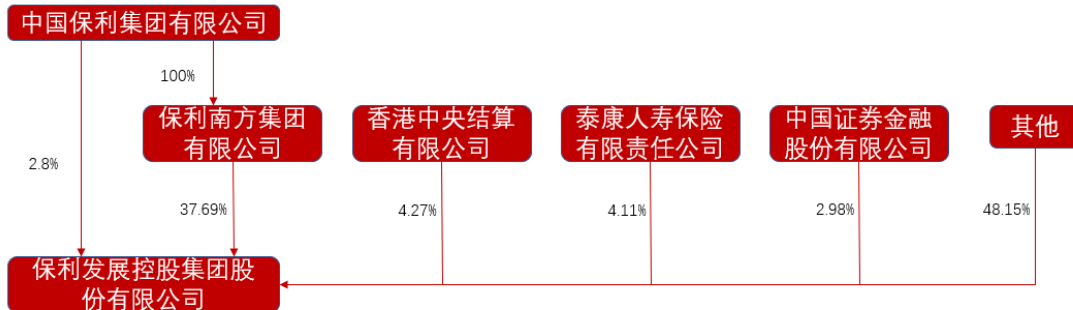
2. 公司核心竞争力分析

2.1 管理层扎根公司，股权稳定

截至 2022Q3，公司总股本为 1197044.34 万股，公司实际控制人是中国保利集团有限公司。
请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

保利集团直接持股 2.8%，通过保利南方集团持股 37.69%，共计持股 40.49%，公司长期股权结构稳定。除此之外公司吸引险资入股，公司稳定发展能力得以体现。

Figure 7 保利发展股权结构图 (截止 2022Q3)



数据来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

公司核心管理人员扎根公司多年，2021 年管理层平稳过度，保障公司战略贯彻实施。2021 年 7 月 30 日，保利发展公告，根据国务院国资委关于干部管理的相关规定，同意宋广菊女士因年龄原因辞去公司董事长、董事职务，由原公司总经理刘平先生接任公司董事长。8 月 18 日，董事会决议通过聘任周东利先生为公司总经理、聘任王一夫先生为公司财务总监。10 月 29 日，股东大会决议通过选举陈关中先生、胡在新先生作为公司第六届董事会董事候选人。至此，保利发展管理团队实现平稳过渡。

Table 3 保利发展现任管理团队

姓名	职务	任职日期	个人简历
刘平	董事长、党委书记	2021-07-29	1968 年出生,中国国籍,经济学学士,正高级审师。1989 年参加工作,历任广东省审计厅直属分局科长,保利发展计划审计部经理、总经理办公室主任、总经理助理、董事会秘书、副总经理、总经理。现任本公司董事长。
周东利	总经理、党委副书记、董事	2021-08-17	1973 年出生,汉族,中国国籍,高级会计师,硕士学历,1995 年参加工作,历任保利建设开发总公司财务部副经理,保利(北京)房地产开发有限公司财务部经理,上海海洋水族馆内审部经理,保利文化艺术有限公司财务部副经理,海南旅游卫视财务总监兼运营中心总监,保利影业投资有限公司常务副总经理,中国保利集团公司财务部副主任,保利科技有限公司总会计师,保利投资控股有限公司总会计师,本公司财务总监。现任本公司董事、总经理。
张艳华	副总经理	2019-11-19	1975 年出生,中国国籍,高级工程师,国家一级注册建筑师,博士学位,2001 年参加工作,历任上海黄海建筑设计有限公司建筑师,同济大学国家历史文化名城研究中心规划师及建筑师,上海同济城市规划设计研究院四所规划师,联合国教科文组织亚太地区世界遗产培训与研究中心助理主任,保利置业集团有限公司投资管理中心总经理、运营管理中心总经理及产品管理中心总经理。现任本公司副总经理。



张伟	副总经理	2012-04-26	1975年出生,中国国籍,本科学历,1998年参加工作,历任保利科技有限公司职员,中国保利集团有限公司综合事务部经理、高级经理、副主任级秘书。现任本公司副总经理。
潘志华	副总经理、党委委员	2019-04-04	1979年出生,中国国籍,高级经济师,博士学历,2001年参加工作,历任河北保利房地产开发有限公司总经理,山西保利房地产开发有限公司总经理,保利发展战略投资管理中心总经理。现任本公司副总经理。
唐翔	副总经理	2022-03-09	1974年出生,中国国籍,本科学历,2006年进入保利发展工作,历任保利发展技术研发中心副总经理、总经理,保利华南实业有限公司常务副总经理、总经理、董事长。现任本公司副总经理、浙江保利城市发展有限公司董事长、保利浙南房地产开发有限公司董事长。
刘颖川	副总经理、党委委员	2020-05-19	1973年出生,中国国籍,高级工程师,本科学历,1995年参加工作,历任广州科学城房地产开发有限公司工程技术部部门经理,保利(重庆)投资实业有限公司计划管理部部门副经理、副总经理、常务副总经理,保利(福建)房地产投资有限公司总经理,广东保利房地产开发有限公司总经理,河南保利发展有限公司董事长、河北保利房地产开发有限公司董事长、陕西保利房地产开发有限公司董事长、保利(甘肃)实业投资有限公司董事长。现任本公司副总经理。
黄海	董事会秘书	2012-04-26	1975年7月出生,中国国籍,硕士学历,1997年参加工作,历任深圳沃发医学新技术发展有限公司金融部业务经理、广州兴达通讯有限公司汕头分公司市场部经理、中山公用科技股份有限公司证券部经理及证券事务代表,保利发展证券部副总经理、董秘办主任,现任公司董事会秘书兼董事会办公室主任、保利物业董事长。
王一夫	财务总监、党委委员	2021-08-17	1972年出生,中国国籍,经济学硕士,会计师、经济师,中国注册会计师协会非执业会员及英国特许公认会计师协会资深会员,并持有中国法律职业资格证书。1998年参加工作,历任中国水利投资公司项目经理,中国保利集团有限公司财务部项目经理、高级经理,保利财务有限公司总审计师、副总经理、董事,保利国际控股有限公司总会计师。现任本公司财务总监。

数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

2.2 拿地聚焦核心城市，注重权益占比

公司拥有丰富的土地资源获取经验，建立了科学的投资评估体系，准确把握市场节奏，深度挖掘每个地块的价值，保障投资决策的高效性与准确性。同时，公司具备多元化的土地资源获取能力，构建了涵盖招拍挂、城市更新、产业拓展、收并购等在内的资源获取体系，形成了强大的资源整合能力，保障公司能够持续获得低成本项目资源。

凭借着出色的资源获取能力，公司储备了质地优良、规模合理的土地资源，近年来 38 个核心城市储备资源始终保持在 75%以上，住宅货量占比超 80%，资源储备满足公司 2-3 年的开发需求，为公司的可持续发展提供保障。

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



公司拿地主要集中在一、二线城市，重点关注人口持续流入、有产业、政策支持、市场容量大、需求旺盛的区域，始终聚焦刚性和改善性需求。保利 2022 年新增土储主要位于一线和新一线城市。从金额看，拿地过百亿的城市有上海、广州和佛山。上海、广州、合肥拿地达到 8 块，厦门、南京、佛山拿地达到 5 块。一线及新一线城市拿地金额占比 82.4%，二线城市拿地金额占比 15.6%，三线及以下城市拿地金额占比 2%。截至 2022 年 11 月，公司拿地规模位列行业第一，为公司后续的发展储备了充足的土地。

Table 4 保利发展 2022 年 1-10 月份新增土储情况

城市	城市级别	获得地块数量	总面积（平方米）	总计金额（亿元）
北京	一线城市	2	175716	29.5
上海	一线城市	8	944278	138.96
广州	一线城市	8	951443	159.61
南京	新一线城市	5	359366	52.22
宁波	新一线城市	1	68743	9.62
长沙	新一线城市	1	207056	5.38
武汉	新一线城市	1	48000	4.4
苏州	新一线城市	1	189655	32
成都	新一线城市	2	333116	42.85
西安	新一线城市	3	278768	35.3
杭州	新一线城市	1	193412	26.37
郑州	新一线城市	3	63349	13.08
东莞	新一线城市	3	243086	23.18
佛山	新一线城市	5	807904	113.75
合肥	新一线城市	8	1008327	64.22
青岛	新一线城市	2	247593	7.94
重庆	新一线城市	1	128733	5.89
南昌	二线城市	1	113762	8.31
太原	二线城市	1	99252	2.32
石家庄	二线城市	1	124992	3.37
常州	二线城市	1	148360	24.4
厦门	二线城市	5	469280	60.28
福州	二线城市	4	183487	23.55
温州	二线城市	1	188828	9.06
泉州	二线城市	2	189047	14.24
赣州	三线城市	1	47066	2.08
莆田	三线城市	3	233851	8.44
济宁	三线城市	1	102474	0.9
三亚	三线城市	1	278729	3.28

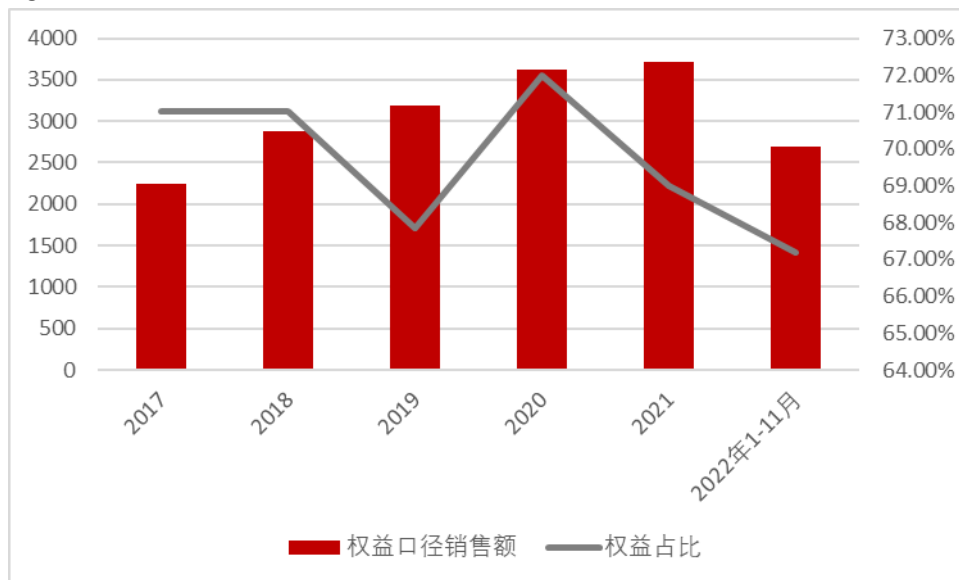


芜湖	三线城市	1	178184	5.01
琼海	县级市	1	76375	0.8

数据来源：公司公告，华通证券研究部

近年来，地产公司为了快速抢占市场份额纷纷进入新的城市，合作开发已然成为趋势。保利近年来为了业绩规模的增长，也选择合作模式开发新的地产项目，但是始终将权益占比维持在 70%左右，保持高质、高效的发展。这样以保利品牌冠名的项目始终维持着业界龙头的水准，无论是在项目品质还是产品打造上都更有竞争力。截至 11 月底，保利发展全口径销售额 4001.1 亿元，权益口径销售额 2688 亿元，权益占比 67.18%，行业排名由 2017 年的行业第六晋升到行业第二。

Figure 8 保利发展销售权益比变动趋势



数据来源：克而瑞地产，华通证券研究部

3. 公司经营情况分析

3.1 房地产业务稳步提升，两翼业务协同发展

随着房地产行业竞争的日益激烈，保利发展在 2016 年提出“一主两翼”的战略布局，即以不动产投资开发为主体，以综合服务与不动产金融为翼，致力于打造不动产生态发展平台。地产主业坚持“中心城市+城市群”战略，强化精益管理，保持行业领先。同时，积极布局新赛道，寻找第二增长曲线。

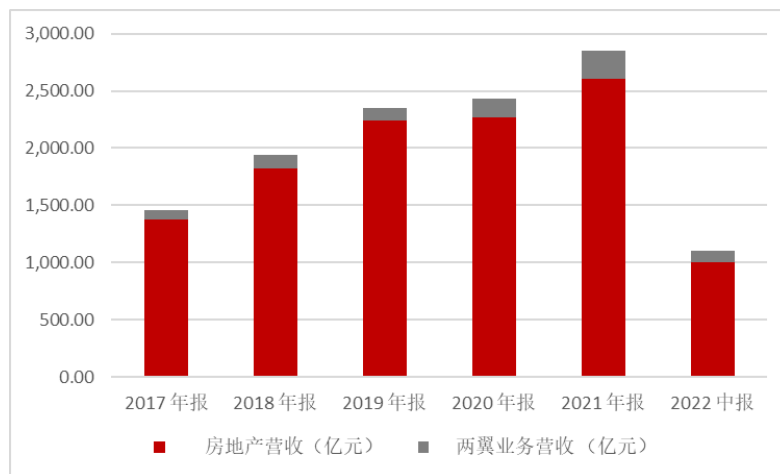
Figure 9 保利发展不动产生态发展平台战略布局



数据来源：公司官网，华通证券研究部

公司房地产开发业务作为主营业务收入稳定增长,2022 H1 实现收入 1001.54 亿元;2021 年达 2607.67 亿元,同比增长 15.19%,较 2017 年增长了 80%。“两翼”业务协同发展,相关业务 2022 H1 收入为 105.69 亿元;2021 年达到了 241.66 亿元,同比增长 44.54%,较 2017 年增长了 178.03%,两翼收入贡献占比由 2017 年的 5.94%提升到 2022H1 的 9.55%,公司布局多元化赛道的价值逐步体现。

Figure 10 2017-2022H1 公司一主两翼业务营收情况



数据来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

3.2 销售规模名列前茅，盈利质量行业领先

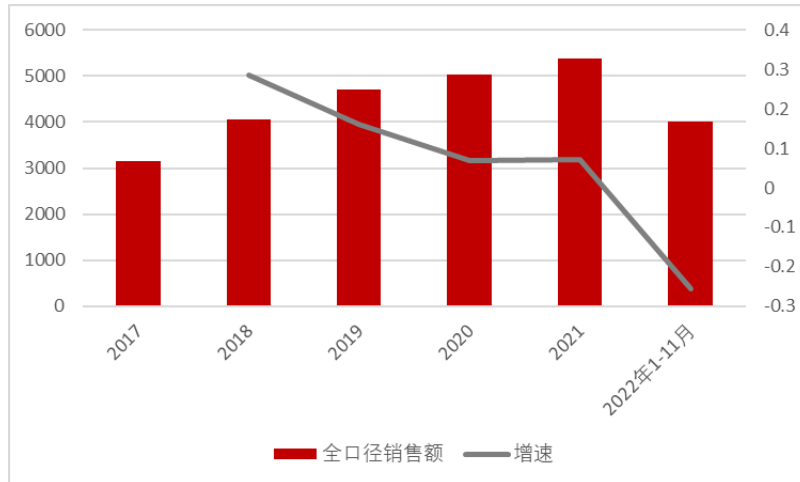
截至 2022 年 11 月，保利实现全口径销售额 4001.1 亿元，行业排名第二。公司 2021 年全口

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



径销售额 5385 亿元，同比增加 7.1%。销售金额增速在 TOP5 房企中排名第一。

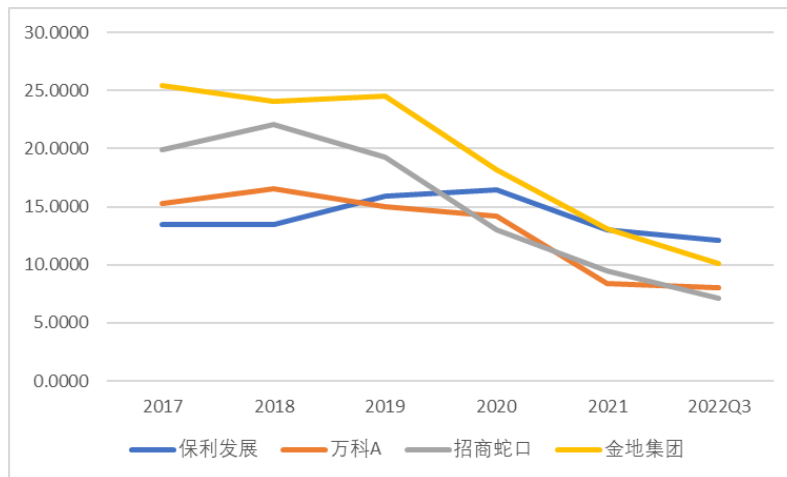
Figure 11 保利发展全口径销售金额及同比增速



数据来源：克而瑞地产，华通证券研究部

截至 2022Q3，保利实现营业收入 1564.37 亿元，销售净利率 12.08%，处于行业领先水平。公司 2021 年实现营业收入 2850 亿元，同比增长 17.2%，营收规模增长较为稳健，净利润 371.89 亿元，归母净利润 273.88 亿元，位居行业第三。近年来行业内公司销售净利率下滑明显，但保利一直维持在高于 12% 的水平。

Figure 12 近年来可比公司销售净利率变化



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

3.3 销管费率优于行业平均

降本增效已成为地产行业内达成共识的一项重要工作，各房企逐渐重视对销管费用的控制，管理走向精细化。公司近年来两费率整体稳中有降。截至 2022Q3，公司销售费用率和

管理费用率分别为 2.38%、1.95%，与 2021 年底相比，销售费用率降低 0.21pct，管理费用率增加 0.04pct。公司两费费率一直控制得当，在行业内处于较低水平。这主要得益于保利发展通过设计产品标准化，保利发展形成“设计-材料-施工”一体化的成熟、稳定、可靠的建造体系，并持续迭代建造体系与工艺标准。保利发展开发“筑善云”应用，将建造过程的透明化、在线化、可视化、标准化，让每一批材料进场、每一道关键工序验收有迹可循。

Figure 13 近年来可比公司销售费用率变化

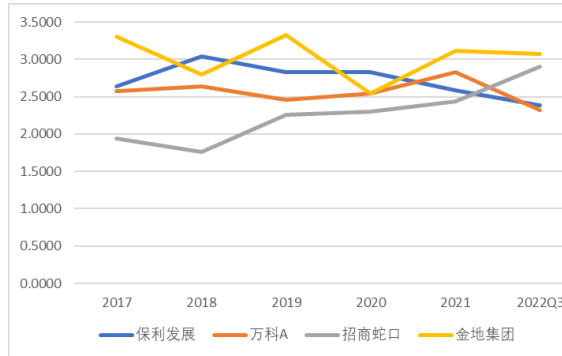
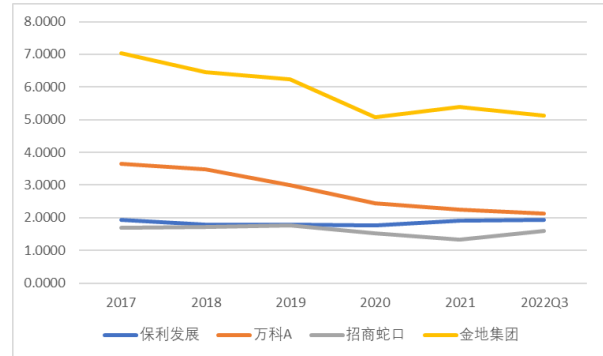


Figure 14 近年来可比公司管理费用率变化



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

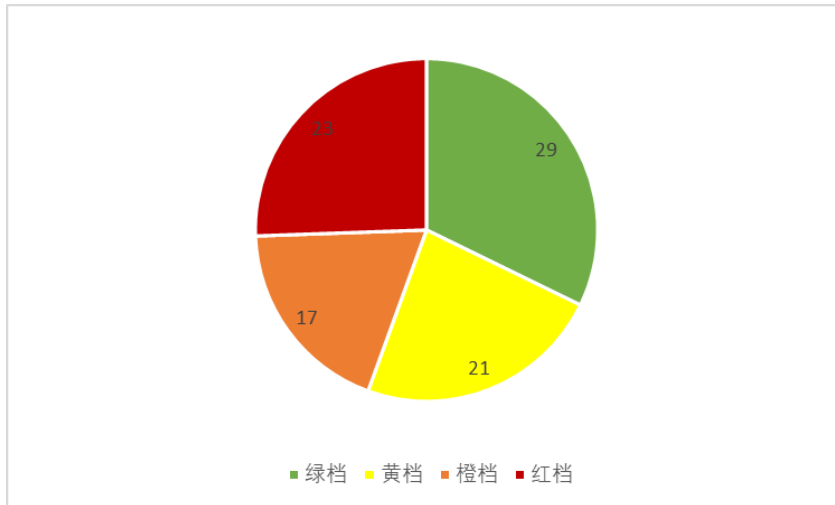
3.4 三道红线指标保持绿档，融资成本低

公司资产负债结构均衡稳健，债务期限及类型合理，各项指标满足“三道红线”的绿档企业标准，兼顾风险防范与规模扩张能力。公司现金流管理水平突出，公司连续 4 年保持经营活动现金流为正，销售回笼率长期保持在 90%以上的行业最高水平。同时，公司现金流充裕，并在银行授信、公司债、中票等均有充足的资金头寸，具备较强的风险抵御能力。

截至 2022Q3，保利发展扣除预收账款的资产负债率为 77.9%，净负债率 66.4%，现金短债比 1.9，均符合“三道红线”绿档企业标准。

据中指研究院统计，90 家上市房企中，绿档房企有 29 家；黄档企业有 22 家，比 2021 年底多了 6 家；橙档企业有 17 家，比 2021 年底多了 10 家；红档企业有 22 家，比 2021 年底多了 13 家。

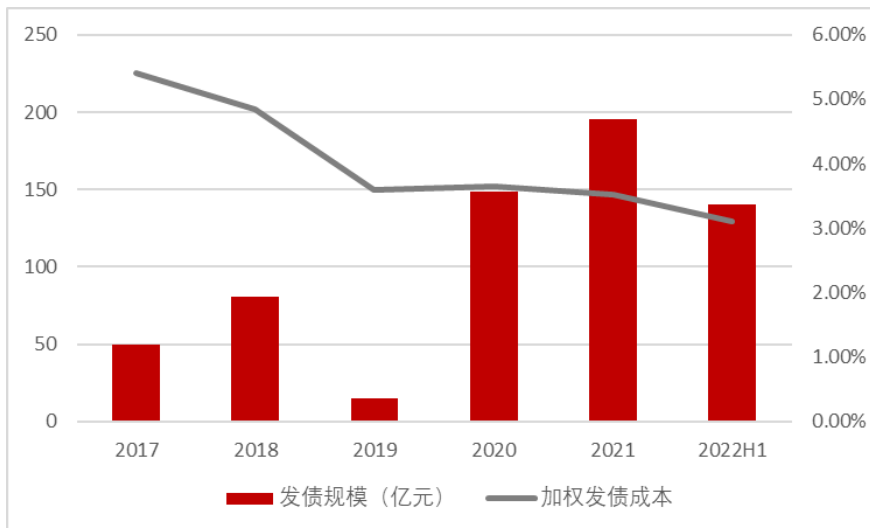
Figure 15 2022H1 90 家上市房企三道红线情况



数据来源：中指研究院，华通证券研究部

保利发展 2020-2022 年的低息发债规模逐渐扩大，2022H1 公司发债 140 亿元，位于主流房企的首位，加权融资成本逐年降低，从 2017 年的 5.4% 降到 2022H1 的 3.1%，仅次于中海和华润的 3.0%。2022 年 6 月中诚信国际维持保利发展控股集团股份有限公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

Figure 16 近年来公司发债规模及加权发行成本



数据来源：中指研究院，华通证券研究部

保利发展近期成功发行 2022 年度第六、七期中期票据，合计发行规模 50 亿元，发行利率在 2.3%-2.8% 之间。11 月 12 日，收到银行间交易商协会出具的 4 份接受注册通知书，同意接受中期票据、短期融资券合计 100 亿元的注册。11 月 18 日，发行不超过 99 亿元债券的注册获证监会批准。行业下行态势之下，融资优势凸显。



3.5 已售未结转保证收入，销售回款率高

公司 2022Q3 期末的合同负债及预收账款为 4579.19 亿元，相比 2021 年年底增长 9.85%，是 2021 年营收的 1.6 倍，公司可结算项目仍有较大体量，叠加 2021-2022 年公司在二、三线城市拿地规模加大，未来业绩增长存在很大空间，有望实现弯道超车。

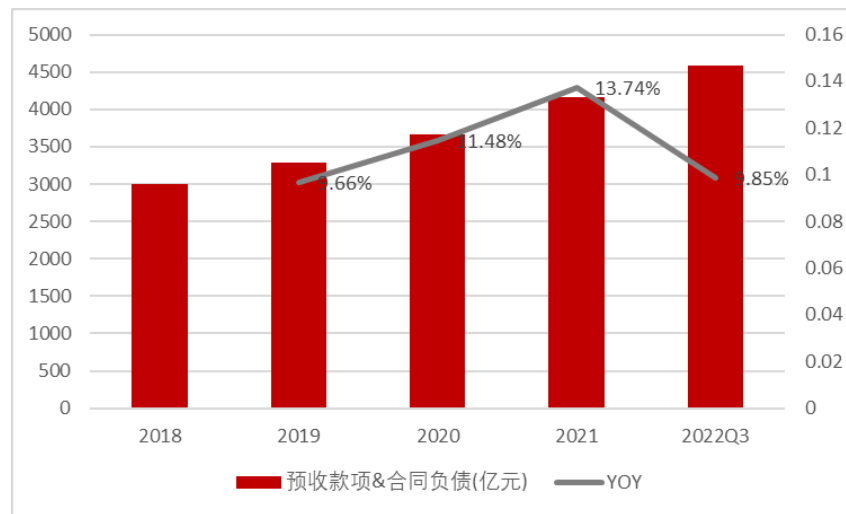
公司 2022H1 销售回款率 94.90%，同比上升 6pct，创近四年来新高，现金回款率处行业领先地位。央企龙头中海 2022H1 销售回款率 88%，民企龙头碧桂园 92%，均低于保利发展。

Table 5 2019-2022H1 龙头企业销售回款率

	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
保利	93%	93.60%	93.80%	89.60%	94.90%
中海	90.50%	95%	102.50%	86.70%	88%
碧桂园	96%	91%	90%	90%	92%

数据来源：克而瑞地产，华通证券研究部

Figure 17 2018-2022Q3 公司已售未结金额



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

三、业绩预测&估值分析

1. 业绩预测

基于上述分析，我们认为：

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



（1）收入结构：房产销售仍是公司目前的核心业务，占比超过 90%，未来两翼业务将持续发力。我们假设房产销售后第三年开始结算收入，三年内完成收入结转比例依次为 0.4/0.5/0.1。

（2）全口径销售金额及权益比：截至 2022 年 11 月 30 日，公司已实现全口径销售金额 4001.1 亿元，12 月市场销售持续低迷预计公司全年销售额在 4500 亿左右。目前房地产市场整体销售疲软，但政府已经出台一系列宽松政策，且公司土储多集中在一、二线城市，预计未来市场行情逐步回暖后，公司销售会率先受益。综合考虑后，假设公司 2022-2024 年销售增速分别为-16.0%、12%、15%。根据克而瑞统计数据来看，公司操盘项目权益比例近年来稳步提升，假设公司并表比例持续维持在 70%左右。

（3）房产销售：由于房地产开发周期影响，房地产销售收入主要依赖于前期销售金额结转。毛利率方面，受前期高地价项目结转及限价政策影响，公司毛利率进入下行通道。2021 年下半年以来，全国各地土地市场转冷，市面上推出的土地条件性价比更优，公司抓紧土地政策窗口期大量拿地，随着这批项目的问世，预计公司结转毛利率将逐步修复。由于房地产项目结转周期一般在 2-3 年左右，所以这批项目较难在 2023 年前完成结算，预计 2022 年毛利率会进一步下探。预计 2022-2024 年房产销售业务毛利率分别为 27.0%、29%、31%。

（4）两翼业务：近几年公司的两翼业务发展状况极佳，营业收入复合年化增长率超过 30%，我们预计 22-24 年两翼业务营收增速为 40%，35%，30%。

（5）三费率：公司的标准化建筑流程在行业内都处于领先水平，且公司目前的规模在行业内数一数二，由于规模效应，公司的销管费率有望得到进一步的降低。我们预计 2022-2024 年销管费用合计占营业收入比例分别为 4.33%、4.2%和 4.05%。



Table 6 保利发展 22-24 盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
房产销售				
全口径销售金额（亿元）	5385.00	4523.40	5066.21	5826.14
YoY(%)	7.10%	-16.00%	12.00%	15.00%
收入（亿元）	2607.67	3000.21	3359.86	3621.73
YoY(%)	15.19%	15.05%	11.99%	7.79%
毛利率（%）	27.13%	27.00%	29.00%	31.00%
其他主营业务				
收入（亿元）	230.89	323.25	436.38	567.30
YoY(%)	49.62%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率（%）	19.91%	20.00%	20.00%	20.00%
合计				
收入（亿元）	2838.56	3323.45	3796.24	4189.03
YoY(%)	32.80%	17.08%	14.23%	10.35%
毛利率（%）	24.80%	26.32%	27.97%	29.51%
销售费用率	2.59%	2.38%	2.30%	2.20%
管理费用率	1.91%	1.95%	1.90%	1.85%

数据来源：华通证券研究部

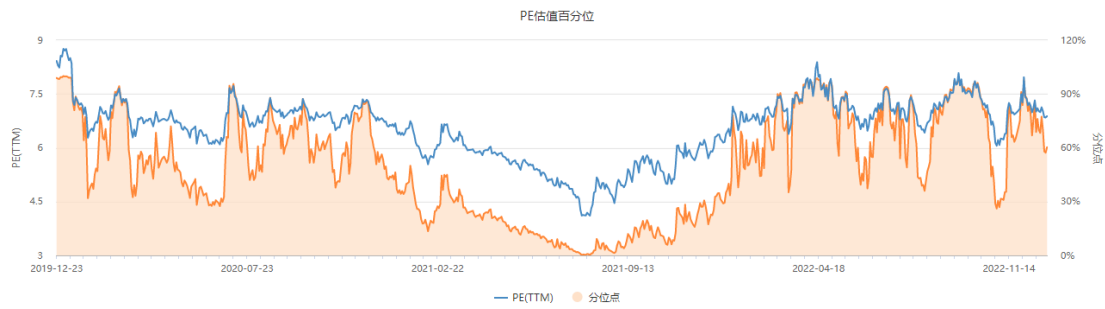
我们预计公司作为地产行业龙头企业，将受益于行业整体复苏趋势率先获得估值修复。公司持续保持房地产主业稳健经营，积极开拓地产相关业务创造营收新的增长点，丰富优质的土储资源，行业内绝对领先的融资优势和管理能力都将为公司业绩带来良好支撑。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 3323.45、3796.24、4189.03 亿元，同比增长 17.08%、14.23%、10.35%，净利润分别为 311.77、419.5、525.09 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.91、2.56、3.22 元，2022 年 12 月 28 日收盘价格 15.37 元/股对应 PE 分别为 8.04、6、4.77 倍。

2. 估值分析

（1）PE&PEG 估值分析

对比 PE（TTM）估值标准差，12 月 23 日公司 PE(TTM)为 6.97，目前 PE 所处近三年分位点为 65.98%，这意味着目前公司 PE 在过去 3 年比 34.02%的时候都要低。

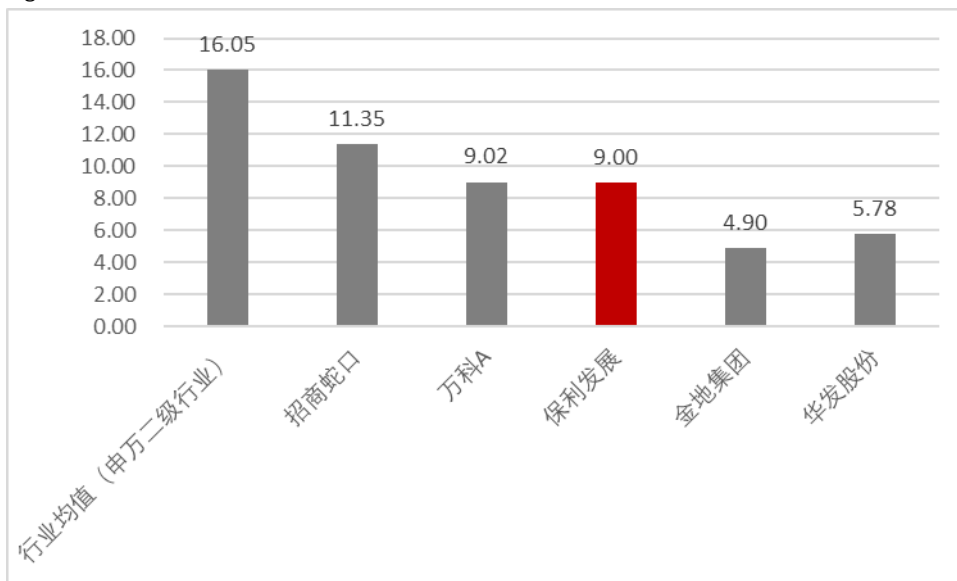
Figure 18 PE 估值百分位



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

对比申万二级行业均值及中位数，以及房地产行业相关可比公司，同时综合考虑公司规模、主营业务范围、公司性质等因素，选取招商蛇口、万科 A、金地集团及华发股份作为可比公司。目前可比公司 2022 年 PE 均低于行业平均水平，房地产龙头企业估值目前处于低位运行。申万二级行业房地产开发板块 2022 年东财 Choice 一致预期估值平均值为 16.05 倍，高于公司估值水平。考虑到保利发展在房地产开发行业的品牌优势、公司标准化的产品线、丰富的土储资源以及强有力的融资能力，给予公司 2022 年 PE 估值 9-11 倍，对应目标价 17.19-21.01 元，对应当前股价 9.77%-34.16% 的上涨空间。

Figure 19 可比公司 2022 年 PE



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

我们预计公司 2022 年的 PE 值为 9，2022-2024 年 EPS 分别为每股 1.91、2.56、3.22 元，对应 2022-2024 年 PEG 分别为 0.26、0.23、0.24 低。从绝对数上看，预测期各年 PEG 均小于 1，公司股价存在明显的低估；从参考可比公司来看，招商蛇口 2022 预测 PEG 为 0.82、万科 A 2022 预测 PEG 为 1.1、金地集团 2022 预测 PEG 为 0.76、华发股份 2022 预测 PEG 为 1.04。公司 PEG 跟可比公司相比处在极低水平。

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

Table 7 可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价格 (元)	EPS(元/股)				PE(倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
行业均值 (申万二级行业)			0.02	0.93	1.08	1.28	26.21	16.05	11.67	9.08
001979.SZ	招商蛇口	13.11	1.16	1.15	1.31	1.47	11.30	11.35	10.03	8.92
000002.SZ	万科A	18.73	1.94	2.08	2.25	2.44	9.65	9.02	8.32	7.68
600048.SH	保利发展	15.66	2.29	1.91	2.56	3.22	6.75	9.00		
600383.SH	金地集团	10.4	2.08	2.12	2.26	2.41	5.00	4.90	4.60	4.32
600325.SH	华发股份	9.43	1.34	1.63	1.74	1.89	7.04	5.78	5.41	4.98

数据来源: 东方财富 choice, 华通证券研究部

(2) NAV 估值分析

根据保利发展 2022Q3 季度财务报告归属于母公司股东权益为 2013.46 亿元, 合同负债 4579.19 亿元, 存货 8644.83 亿元。截至 2022Q3, 保利发展已售未结转 4579.19 亿元, 公司并表比例按 70%, 收益率按 12%, 这部分利润为 $4579.19 \times 70\% \times 12\% = 384.65$ 亿元; 公司毛利按 24% 估算, 公司土储账面价值为 $8644.83 - 4579.19 \times 76\% = 5164.65$ 亿元, 这部分利润为 $5164.65 / 0.76 \times 70\% \times 12\% = 570.83$ 亿元。由于公司房地产开发板块的收入占比高达 90% 以上, 其他板块市值忽略不计, 我们预计公司总市值为 2968.94 亿元, 总股本为 1197044.34 万股, 对应每股合理内在价值为 24.8 元。

四、公司未来六个月内投资建议

1. 公司股价催化剂分析

证监会主席易会满在 11 月底的金融年会上提出“探索建立具有中国特色的估值体系, 促进市场资源配置功能更好发挥”。目前保利发展的估值水平是远低于行业平均水平的, 未来随着央企估值回归正常合理水平的实施细则落地, 保利发展的估值将会得到大幅提升。

国务院副总理刘鹤指出房地产是国民经济的支柱行业, 并明确表示后续对房地产行业发展的新的支持性政策会持续推出。中央重提“支柱产业”, 这预示着我国对房地产行业的基调已

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

经由收紧调控状态转向稳定发展。随着地产销售市场的回暖，保利发展这种备货充足的房企将会率先受益。

截至 2021 年年底，我国常住人口城镇化率为 64.72%，距离发达国家的城镇化率 80%左右仍有较大的空间。我国在未来一段时间内，城镇化的发展仍处于一个较快的阶段，这意味着有足够的需求空间为房地产行业的稳定发展提供强有力的支撑。

随着公司已售未结转项目的结转收入及在土地窗口期备货项目的入市，公司的营收和利润率将会得到进一步的提升。国家目前鼓励房企重组，保利发展凭借雄厚的资金实力及项目运作实力有望以较低的成本通过收并购方式获取“暴雷”房企的土储。

2. 公司六个月内目标价格&投资评级

根据合理估值、股价催化剂给出六个月内的目标价 17.23 元/股，以及对应 2022 年 PE:9.02/PB:0.97/PS:0.62。当前股价较六个月内的目标价折价 9.11%。

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券股票投资评级	
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上
基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数； 港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

五、投资风险提示

- 1) 销售不及预期。目前购房者的信心还未恢复，大多持观望态度，因此销售回暖速度或将不及预期。
- 2) 结算收入不及预期。受疫情及房企工程进度款支付影响房地产停工现象普遍，停工导致

的不能按时交房对竣工验收及结算都有影响。

3) 政策兑现不及预期。目前房地产各种利好政策不断，但由于目前距离政策释放的时间较短，政策效果可能会不及预期。

4) 销管费用控制不及预期。目前房地产市场大环境不好，为了实现销售及现金流快速回流会产生销管费用，因此可能导致销管费率控制不及预期。

Table 8 财务报表预测与比率分析

利润表(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,849.33	3,323.45	3,796.24	4,189.03
营业成本	2,086.31	2,448.75	2,734.61	2,952.83
营业税金及附加	156.85	182.94	208.97	230.59
销售费用	73.84	79.10	87.31	92.16
管理费用	54.34	64.81	72.13	77.50
财务费用	33.86	118.42	123.57	118.69
研发费用	14.36	16.62	18.98	20.95
资产减值损失	-0.95	0.35	-3.03	-1.21
其他经营损益	-0.62	-0.42	-0.20	-0.41
营业利润	494.68	412.05	553.50	697.11
其他非经营损益	5.67	3.87	4.56	4.70
利润总额	500.35	415.93	558.06	701.81
所得税	128.45	104.16	138.56	176.73
净利润	371.89	311.77	419.50	525.09
少数股东损益	98.02	82.75	112.72	139.62
归母净利润	273.88	229.02	306.78	385.47

估值和财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBIT	531.85	531.59	678.49	817.03
EBITDA	546.95	539.41	686.31	822.36
NOPLAT	343.10	395.57	506.59	607.77
净利润	430.10	412.05	553.50	697.11
EPS	2.29	1.91	2.56	3.22
BPS	16.34	17.70	19.45	21.68
PE	6.76	8.08	6.03	4.80
PB	0.95	0.87	0.79	0.71
PS	0.65	0.56	0.49	0.44
PCF	18.88	448.67	7.24	-20.31
EV/EBIT	7.60	7.40	5.57	4.58
EV/EBITDA	7.39	7.29	5.51	4.55
EV/NOPLAT	11.78	9.95	7.47	6.16
EV/IC	0.97	0.94	0.89	0.83
ROIC-WACC	-0.01	-0.02	0.01	0.03
股息率%	4.72	3.59	5.23	6.42

资产负债表(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,649.50	1,843.37	2,112.70	2,297.60
应收和预付款项	2,035.67	2,584.45	2,713.49	3,104.83
存货	8,096.56	8,518.90	9,191.27	9,635.75
其他流动资产	625.73	625.73	625.73	625.73
长期股权投资	950.89	950.89	950.89	950.89
投资性房地产	272.95	272.95	272.95	272.95
固定资产在建工	118.46	113.35	111.60	108.04
无形资产开发支	4.71	3.48	2.92	2.36
其他非流动资产	85.59	41.27	38.78	38.78
资产总计	13,840.06	14,954.39	16,020.33	17,036.94
短期借款	40.94	40.94	40.94	40.94
应付和预收款项	2,862.30	3,403.89	3,919.47	4,023.29
长期借款	2,735.48	2,735.48	2,735.48	2,735.48
其他负债	5,172.20	5,499.58	5,727.28	6,233.79
负债合计	10,810.91	11,679.88	12,423.16	13,033.49
股本	119.70	119.70	119.70	119.70
资本公积	178.17	178.17	178.17	178.17
留存收益	1,657.73	1,820.36	2,030.29	2,296.96
归母股东权益	1,955.61	2,118.23	2,328.17	2,594.83
少数股东权益	1,073.54	1,156.28	1,269.00	1,408.62
股东权益合计	3,029.14	3,274.51	3,597.17	4,003.45
负债和股东权益	13,840.06	14,954.39	16,020.33	17,036.94

现金流量表(亿)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	307.18	308.87	416.07	521.57
折旧摊销	15.09	7.82	7.82	5.33
净营运资金增加	-259.35	-796.81	-513.52	-1,238.52
经营净现金流	98.02	4.12	255.47	-91.10
投资净现金流	-199.87	371.81	231.13	510.03
融资净现金流	344.58	-182.06	-217.27	-234.03
现金净增加额	242.21	193.87	269.33	184.90

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
收益率				
毛利率	26.78%	26.32%	27.97%	29.51%
三费/营业收入	5.69%	7.89%	7.46%	6.88%
EBIT/营业收入	18.67%	16.00%	17.87%	19.50%
EBITDA/营业收入	19.20%	16.23%	18.08%	19.63%
销售净利率	13.05%	9.38%	11.05%	12.53%
资产获利率				
ROE	14.00%	10.81%	13.18%	14.86%
ROA	3.84%	3.47%	4.08%	4.50%
ROIC	9.89%	9.54%	12.06%	14.27%
增长率				
销售收入增长率	17.21%	16.64%	14.23%	10.35%
EBIT 增长率	-4.96%	-0.05%	27.63%	20.42%
EBITDA 增长率	-4.48%	-1.38%	27.23%	19.82%
净利润增长率	-7.14%	-16.17%	34.55%	25.17%
总资产增长率	10.51%	10.71%	8.44%	9.17%
股东权益增长率	8.51%	8.32%	9.91%	11.45%
营运资本增长率	14.60%	15.52%	9.01%	20.93%
资本结构				
资产负债率	78.11%	76.23%	74.77%	71.86%
投资资本/总资产	29.95%	27.42%	25.64%	24.73%
带息债务/总负债	25.68%	23.77%	22.35%	21.30%
流动比率	154.43	155.85	157.29	162.80
速动比率	53.65%	56.50%	56.28%	58.54%
股利支付率	31.91%	28.99%	31.57%	30.82%
收益留存率	68.09%	71.01%	68.43%	69.18%
资产管理效率				
总资产周转率	0.22	0.23	0.24	0.24
固定资产周转率	30.10	29.40	33.75	38.14
应收账款周转率	100.94	111.81	108.63	107.13
存货周转率	0.27	0.29	0.29	0.29

数据来源：华通证券研究部

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别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。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。