



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 保持稳健穿越周期谋远利，发轫逆流格局重塑再展翼

—保利发展 (600048.SH) 公司深度报告

2023年3月27日

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

## 证券研究报告

### 公司研究

### 深度报告

#### 保利发展 (600048. SH)

投资评级 **买入**

上次评级

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



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 公司主要数据

收盘价 (元) 14.43

52 周内股价波动区间 12.88-19.20 (元)

最近一月涨跌幅 (%) -3.89%

总股本(亿股) 120 亿股

流通股比例 (%) 100%

总市值(亿元) 1717 亿元

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

# 保持稳健穿越周期谋远利，发轫逆流格局重塑再展翼

2023 年 03 月 27 日

## 本期内容提要:

◆**战略:** 高屋建瓴, 坚守与变革中保持组织活力。复盘公司历年的战略, 从长期战略来看, 主战略方向经历了 4 次变迁, 始终坚守不动产开发主业不动摇, 并根据行业和自身发展的不同阶段, 对主战略做出前瞻性的调整, 体现出公司坚定的战略定力和前瞻性的战略定位。从短期对行业的研判与策略调整来看, 能够准确研判行业趋势, 结合自身发展需求贴合政策和市场环境, 灵活调整经营策略。从战略落地来看, 组织架构的变更验证公司的战略落地, 同时公司无惧变革, 近年创立业务共享中台, 在组织活力方面锐意进取。2021 年公司新任管理层带领公司平稳穿越周期, 并积极增持彰显发展信心。

◆**销售:** 坚定围绕核心城市, 区域深耕效果显著。2022 年公司实现全口径销售金额 4573.01 亿元, 同比下降 14.51%, 实现全口径销售面积 2747.95 万平, 同比下降 17.6%, 销售表现优于大市, 在行业下行、民企信用风险升级和行业加速出清等机遇与挑战中, 公司积极抓住土地市场和销售市场带来的双重机遇, 加大在核心城市核心区域的拿地和推货力度, 全口径销售金额行业排名提升 2 名至行业第 2 名。公司在区域布局方面始终以中心城市为核心, 坚持城市群深耕战略, 使得公司在下行周期中能够保持稳定, 拥有穿越周期的定力, 在本轮下行周期中, 公司的核心城市深耕战略仍然在不断得以验证, 核心城市市占率逆势提升。我们认为 2023 年市场将延续分化, 公司城市深耕的效果有望转化为销售额和市占率的提升。

◆**土地:** 顺周期以销定产, 保持节奏把握机遇。复盘 2011 年-2022 年公司的拓展情况, 公司拿地策略同时兼顾顺周期以销定产保障开发和择时拿地提升利润率, 既能顺周期保障公司开发需求、减少逆周期拿地带来的运营风险, 又能在较短时间尺度内精准研判, 择时拿地, 提高拓展利润率。在 2021 年以来的下行周期中, 公司在保持稳健的同时, 也把握住了行业出清和土地市场深度调整所带来的拓展机遇, 2022 年拓展项目 91 个, 拓展金额 1613 亿元, 同比下降 13%, 位列百强房企第一名, 拿地强度 34.7%, 基本与 2021 年持平, 三千亿级房企中位列第二。从结构上来看向一二线核心城市聚焦, 积极获取核心区域的优质地块。

◆**融资:** 融资渠道畅通, 定增打开扩表空间。2019 年后公司开始提前主动降低杠杆, 2021 年和 2022 年在行业深度调整阶段, 公司凭借财务稳健和国企背景优势享受到融资环境改善的行业红利, 融资优势得以凸显, 有息负债规模增速提升。房企股权融资开闸后, 公司拟募资不超过 125 亿元, 有助于扩大公司业务规模, 提升市场竞争力; 优化资产负债表同时补充流动资金缓解业务增长带来的现金需求压力。

◆**格局重塑凸显成长价值。**我们认为当前房地产行业在短、中、长期存在三大格局重塑的机遇, 公司凭借短期供给、中期融资和经营、长期全国化逻辑等禀赋优势, 叠加近年来表现出的积极进取态势, 公司有望在行业三大格局重塑中把握行业变革的机遇, 穿越周期走向行业第一。**1) 格局重塑一:** 短期市场分化加剧, 稳健穿越周期强者更强。**2) 格局重塑二:** 中期民企缩表大势所趋, 有效扩表实现规模增长。**3) 格局重塑三:** 长期穿透规模增长逻辑, 全国化更具优势。

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

◆预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.53/1.73/1.92 元/股。随着公司此前销售项目陆续进入结算周期，我们预计公司 2022 年-2024 年房地产业务结算收入增速分别为 -2.7%/16.2%/12.8%。预计公司 2022 年-2024 年 EPS 分别为 1.53/1.73/1.92 元/股，给予公司 2023 年目标价 21.89 元/股。考虑到后续随着房地产市场逐步修复，行业估值水平有望回升，同时我们看好公司作为房地产行业龙头国企在市场复苏中的销售弹性和规模增长，因此首次覆盖给予“买入”评级。

◆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。业务风险：公司地产销售业务和其他业务拓展不及预期。存在可比公司与公司在不同市场导致的估值偏差风险。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	2,850	2,812	3,262	3,686
同比(%)	17.2%	-1.3%	16.0%	13.0%
归属母公司净利润（亿元）	274	184	207	230
同比(%)	-5.4%	-32.9%	12.5%	11.3%
毛利率(%)	26.8%	19.7%	21.4%	22.8%
ROE(%)	14.0%	9.3%	9.6%	9.9%
EPS（摊薄）（元）	2.29	1.53	1.73	1.92
P/E	6.27	9.35	8.31	7.47
P/B	0.88	0.87	0.80	0.74
EV/EBITDA	3.55	5.49	4.83	4.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 24 日收盘价

投资聚焦 .....	6
1. 公司概况：踵事增华，三十载积淀笃行不怠 .....	7
1.1. 发展历程 .....	7
1.2. 央企背景国资控股，股权结构稳定 .....	8
2. 战略：高屋建瓴，坚守与变革中保持组织活力 .....	9
2.1. 核心战略：坚守主业不动摇，前瞻性调整指引发展 .....	9
2.2. 行业研判与策略调整：掌握行业发展趋势，保持稳中求进发展态势 .....	10
2.3. 战略实施：组织架构变更验证战略落地，高层积极增持彰显发展信心 .....	12
3. 销售：坚定围绕核心城市，区域深耕效果显著 .....	15
3.1. 总量：下行周期销售优于大市，供给分化冲顶行业第一可期 .....	15
3.2. 区域布局：聚焦核心城市和区域，城市深耕收效显著 .....	16
4. 土地：顺周期以销定产，保持节奏把握机遇 .....	21
4.1. 稳健：顺周期以销定产，择时拿地保障利润率 .....	21
4.2. 进取：把握机遇补货高能级城市，优质土储丰富因势而动 .....	23
5. 融资：融资渠道畅通，定增打开扩表空间 .....	26
5.1. 三道红线保持绿档，金融资源集中度提升下凸显优势 .....	26
5.2. 股权融资开闸，定增预案落地助力规模加速 .....	27
6. 一主两翼，物业拆分，新增量驱动长期发展 .....	29
6.1. 美好生活服务翼：业绩稳增价值持续释放 .....	29
6.2. 不动产金融翼：资本赋能产业，产融结合新生态 .....	31
7. 格局重塑凸显成长价值 .....	32
7.1. 格局重塑一：短期市场分化加剧，稳健穿越周期强者更强 .....	32
7.2. 格局重塑二：中期新平衡下民企被动收缩，融资优势有望助力有效扩表 .....	35
7.3. 格局重塑三：长期穿透规模增长逻辑，全国化更具优势 .....	37
8. 预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.53/1.73/1.92 元/股，给予“买入”评级 .....	40
9. 风险因素 .....	41

## 图 表 目 录

图表 1：公司发展历程 .....	7
图表 2：截至 2022Q3 公司股权结构 .....	8
图表 3：保利发展整体战略变迁 .....	9
图表 4：保利发展历年对行业判断和战略调整 .....	11
图表 5：公司组织框架变迁 .....	12
图表 6：公司管理层顺利过渡 .....	14
图表 7：公司管理层增持 .....	14
图表 8：全口径销售金额 TOP10 排名变化 .....	15
图表 9：公司历年签约销售金额及同比增速 .....	16
图表 10：公司历年签约销售面积及同比增速 .....	16
图表 11：公司历年签约销售均价及同比增速 .....	16
图表 12：公司历年销售金额市占率（%） .....	16
图表 13：保利发展城市拓展战略变迁 .....	17
图表 14：公司各线城市销售面积占比（%） .....	18
图表 15：公司 38 个核心城市销售贡献率（%） .....	18
图表 16：2021 年单体签约超百亿城市数量 .....	18
图表 17：公司 2021VS2022 年销售金额市占率提升的城市 .....	19
图表 18：按城市能级划分商品房销售金额及同比增速 .....	19
图表 19：公司历年拓展金额及同比增速 .....	21
图表 20：公司历年拿地强度与销售、拓展金额增速 .....	21
图表 21：可比公司历年拿地强度对比 .....	22
图表 22：公司月度拿地策略分析 .....	23
图表 23：2022 年销售金额排名 TOP15 销售和拿地金额 .....	24
图表 24：2022 年 TOP15 房企全口径拿地金额 .....	24
图表 25：2022 年 TOP15 房企拿地强度 .....	24
图表 26：公司分城市能级新增土储面积占比（%） .....	25
图表 27：截至 2022H1 公司待开发土地面积构成（%） .....	25
图表 28：公司 2021Q1-2022Q4 按能级划分拿地面积（万平） .....	25
图表 29：公司 2021Q1-2022Q4 拿地面积及均价 .....	25
图表 30：公司三道红线 .....	26
图表 31：公司有息负债规模及同比增速 .....	26

图表 32: 公司综合融资成本 .....	26
图表 33: 可比公司融资成本 (%) .....	26
图表 34: 截至 2022 月 12 月 31 日公司 2022 年债券发行情况.....	27
图表 35: 定增募集资金用途 .....	28
图表 36: 公司一体两翼业务结构图 .....	29
图表 37: 公司一体两翼收入规模及同比增速 .....	29
图表 38: 公司营业收入构成比例 (%) .....	29
图表 39: 保利物业营业收入及同比增速 .....	30
图表 40: 保利物业各业务板块营收占比 (%) .....	30
图表 41: 保利物业在管面积及同比增速 .....	30
图表 42: 保利物业合约面积及同比增速 .....	30
图表 43: 公司购物中心项目分布 .....	30
图表 44: 短期格局重塑逻辑 .....	32
图表 45: 2022 年重点城市统计局口径销售情况 .....	33
图表 46: 2022 年重点城市当月新开去化率情况 .....	33
图表 47: TOP50 房企中持续拿地的房企 2022 年销售和新增货值市占率变化 .....	34
图表 48: TOP50 房企中持续拿地的房企 2022 年新增土地价值及城市能级分布 .....	34
图表 49: 公司在重点城市拿地金额变动 .....	34
图表 50: 2022 年百强房企违约情况 .....	35
图表 51: 2021 年百强房企违约情况 .....	35
图表 52: 典型房企权益乘数变化 (倍) .....	36
图表 53: 典型房企货币资金、总负债和有息负债 22H 增速 .....	36
图表 54: 当前监管体系下房企扩表路径限制 .....	36
图表 55: 定增完成前后三道红线变化情况 .....	37
图表 56: 定增完成前后有息负债规模变化 .....	37
图表 57: 房企规模增长本质 .....	38
图表 58: 国企民企竞争力及收益一览 .....	38
图表 59: 公司盈利预测 .....	40
图表 60: 可比公司估值 (根据 2023 年 3 月 24 日收盘价) .....	40

## 投资聚焦

### 报告亮点

根据当前房地产行业所经历的短期、中期和长期三个维度的格局重塑，结合分析公司历史以来的基本面，分析公司在短期供给、中期融资和经营、长期全国化逻辑等禀赋优势。

### 投资逻辑

◆**战略前瞻及落地：高屋建瓴，坚守与变革中保持组织活力。**复盘公司历年的战略，从长期战略来看，主战略方向经历了4次变迁，始终坚守不动产开发主业不动摇，并根据行业和自身发展的不同阶段，对主战略做出前瞻性的调整，体现出公司坚定的战略定力和前瞻的战略定位。从短期对行业的研判与策略调整来看，能够准确研判行业趋势，结合自身发展需求贴合政策和市场环境，灵活调整经营策略。从战略落地来看，组织架构的变更验证公司的战略落地，同时公司无惧变革，近年创立业务共享中台，在组织活力方面锐意进取。2021年公司新任管理层带领公司平稳穿越周期，并积极增持彰显发展信心。

◆**经营基本面：经营稳健顺周期以销定产，保持定力供给优势逐步凸显。**2022年公司实现全口径销售金额4573.01亿元，同比下降14.51%，销售表现优于大市，在行业下行、民企信用风险升级和行业加速出清等机遇与挑战中，公司积极抓住土地市场和销售市场带来的双重机遇，加大在核心城市核心区域的拿地和推货力度，全口径销售金额行业排名提升至行业第2名。公司在区域布局方面始终以中心城市为核心，坚持城市群深耕战略，使得公司在下行周期中能够保持基本稳定，拥有穿越周期的定力。在2021年以来的下行周期中，公司在保持稳健的同时，也把握住了行业出清和土地市场深度调整所带来的拓展机遇，向一二线核心城市聚焦，积极获取核心区域的优质地块，在行业逐步企稳复苏的过程中，保持拿地定力拓展的优质土储有望形成供给优势。

◆**格局重塑凸显成长价值。**我们认为当前房地产行业在短、中、长期存在三大格局重塑的机遇，公司凭借短期供给、中期融资和经营、长期全国化逻辑等禀赋优势，叠加近年来表现出的积极进取态势，公司有望在行业三大格局重塑中把握行业变革的机遇，穿越周期走向行业第一。

**1) 局势重塑一：短期市场分化加剧，稳健穿越周期强者更强。**短期从拿地端和城市端来看，本轮行业下行周期中呈现三大特点：1) 房企拿地规模收缩。2) 土地利润水平好转。3) 有效市场边界收缩，核心城市核心区域表现出更高的热度和韧性。我们认为后续市场在企稳回升过程中，供给端的分化决定企业之间短期内的销售和利润的分化。公司在行业下行阶段保持拿地节奏，土储丰富推货节奏灵活，销售规模有望迈向TOP1，核心城市拓展规模增加，有效市场边界内竞争力提升，市占率有望进一步提升。

**2) 局势重塑二：中期民企缩表大势所趋，有效扩表实现规模增长。**目前无论是民企还是国企的扩表都面临着软硬两层约束：阶段性软约束带来的资金困境随政策落地和基本面逐步企稳有望缓解，但硬约束方面三道红线造成的财务杠杆降低、融资监管造成的表外融资受阻以及预售资金监管导致的周转效率下降。我们认为软约束随着市场逐步企稳差异或逐步降低，中期扩表能力的核心在于如何突破常态化监管的硬约束。公司于2022年发布定增预案，定增完成后公司的三道红线财务指标有望进一步优化，预计为公司释放更多有息负债空间，有望打开硬约束空间。

**3) 局势重塑三：长期穿透规模增长逻辑，全国化更具优势。**我们从房企规模增长的本质出发，判断全国化扩张的本质其实是资源自由流动和新增资本不断投入。公司在全国化扩张中在新增资本投入和资源自由流通两方面掌握着规模扩张的先发优势：1) 作为稳健经营的龙头国企，融资渠道畅通，具有成本和规模两方面的先发优势；2) 当前预售资金监管对于国企更为宽松，公司作为国企可以保持区域之间的资源调配，有助于加大对规模成长区域的资源投入，扩张全国化版图，增强在核心城市核心区域的市占率和规模。

## 1.公司概况：踵事增华，三十载积淀笃行不怠

保利发展成立于1992年，隶属于中国保利集团。公司前身为广州保利房地产开发公司，2002年完成股份制企业改造更名为保利房地产股份有限公司，业务向全国扩张；2006年更名保利房地产（集团）股份有限公司，在上交所上市；2018年，为体现公司多元化发展方向，进一步加快两翼业务市场化发展，公司更名为保利发展控股集团股份有限公司。

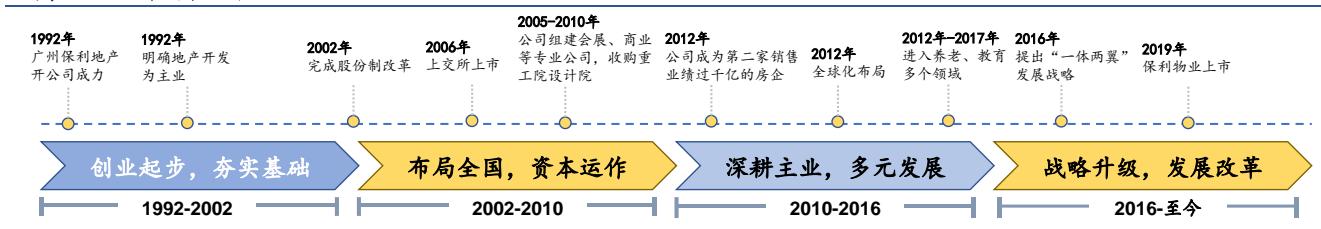
上市近16年，公司成为房地产行业的龙头企业，主营业务为房地产开发与销售，并在此基础上构建起涵盖物业服务、全域化管理、销售代理、商业管理、不动产金融在内的不动产生态平台。公司综合实力连续多年稳居行业前五，公司深耕核心城市群，业务覆盖中国内地主要城市及洛杉矶、伦敦、悉尼、墨尔本等海内外100余城，近年来销售规模稳居行业前五，并连续十二年蝉联“中国房地产行业领导品牌”、连续十九年荣获中国房地产百强企业称号。

### 1.1.发展历程

细数保利三十年风和雨，共经历了以下四大发展阶段：

- **创业起步、夯实基础（1992年-2002年）：**公司成立于1992年，于1995年开发首个房地产项目保利红棉花园，明确地产开发为主业，1998年开发保利花园，打造全国首个康居示范小区。
- **布局全国，资本运作（2002年-2010年）：**2002年完成股份制改革，启动“三个为主，两个结合”及“大十字布局”战略。“三个为主”即以做强房地产主业为主、以中心城市布局为主，商品房以住宅开发为主；“两个结合”即将滚动开发收入与物业经营收入相结合，将资本经营与资产运营相结合；“大十字布局”即沿着京广线（纵轴）和长江沿线（横轴）进行布局。上述战略牢牢把握了当时城镇化高速发展的战略机遇期，助力保利业务扩张。2006年公司在上交所上市，更名为“保利房地产（集团）股份有限公司”；组建了高尔夫、会展、商业、基金等公司，并收购重工研究院；打造了保利第一家购物中心保利水城。
- **深耕主业、多元发展（2010年-2016年）：**2010年提出五年内“再造一个保利”的目标，同年启动“三个为主、三个结合战略”，在原战略的基础上增加了“扩大经营规模与提高开发效益相结合”。2012年公司销售额破千亿；2014年开启全球化布局，先后进入澳、英、美等国家；至2015年，公司销售金额1541亿元，面积1218万平方米，完成2010年再造一个保利的目标。同时，公司于2012年-2017年进入养老、教育等多个领域，基本完成产业链上下游布局。
- **战略升级、发展改革（2016年-至今）：**2016年，公司正式提出“一主两翼”发展战略，以不动产投资开发为主，以美好生活服务和产业金融服务为翼，致力于打造不动产生态发展平台；2018年，更名为“保利发展控股集团”；2019年公司拆分旗下保利物业在香港上市；2020年销售规模突破5000亿。

图表1：公司发展历程

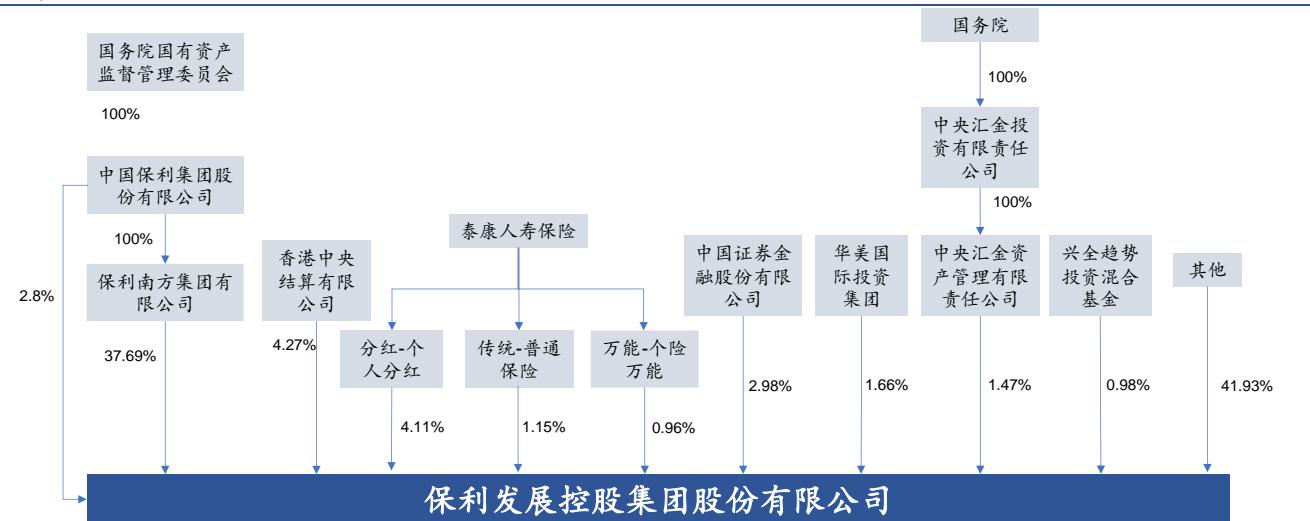


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 1.2. 央企背景国资控股，股权结构稳定

国资控股可依托资源丰富，股权结构稳定。公司的控股股东为保利南方集团有限公司，持股 37.69%，实控人为国资委管理的大型央企中国保利集团有限公司，合计持股 40.49%，股权结构相对集中。公司实控人保利集团是国务院国有资产监督管理委员会管理的大型央企，业务涵盖国际贸易、房地产开发、轻工领域研发、工程服务、工艺原材料及产品经营服务、文化艺术经营、民用爆炸物品产销及服务、信息与通讯技术、丝绸相关产业、金融业务等，在境内外拥有 7 家上市公司，公司作为保利集团的主要房地产开发平台，可依托资源丰富，在多渠道拿地等方面具有优势。

图表 2：截至 2022Q3 公司股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2. 战略：高屋建瓴，坚守与变革中保持组织活力

公司兼具央企和龙头房企的双重特点，分析历史战略变迁有助于我们了解研究公司的发展特点，我们从公司中长期核心战略变迁和短期策略调整分析公司的战略特点，并结合公司的组织架构规模成长验证公司的战略落地情况。

### 2.1. 核心战略：坚守主业不动摇，前瞻性调整指引发展

公司自 2002 年以来主战略方向经历了 4 次变迁：

**2002 年-2009 年：“三个为主，两个结合”。**公司整体战略为“三个为主，两个结合”，在公司布局全国阶段强调以房地产为主，以中心城市为主和以住宅开发为主，开发性收入和经营性收入相结合，资产经营与资本经营相结合。在这一阶段，公司通过资本运作，增发股票、发行公司债等，募集 220 亿元，扩大资产规模，资产规模复合增速达到 70%以上。

**2010 年-2015 年：“三个为主，三个结合”。**公司调整战略为“三个为主，三个结合”，房地产主业、城市布局和住宅开发未变，在行业平均利润普遍下降的背景下，公司在新增“扩大经营规模与提高开发效益相结合”，确立了销售超千亿、净利润过百亿的发展目标，争取实现开发规模和经济效益的平衡发展，“三个为主，三个结合”战略的指导下，公司在 2010 年成为第二家销售额过千亿的房企，利润率保持在相对稳定的水平。

**2016 年-2017 年：“一主两翼”。**2016 年公司结合十三五期间的发展目标，提出了以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的业务板块布局的战略定位，通过三者的协同作用，逐步构建“多元”利润增长模式。一方面仍坚持房地产开发为主的战略主线，另一方面前瞻性地开展战略布局，不断完善“两翼”布局，在社区消费服务板块，公司发力物业、商业运营和养老等领域；在房地产金融板块，基金管理规模持续增长，并把握市场机遇，参与战略投资。

**2018 年-2022 年，“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”，打造不动产生态发展平台。**2018 年公司结合行业发展新趋势与市场新特点，将公司名称变更为“保利发展集团股份有限公司”，并将“一主两翼”发展战略升级为“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”，打造不动产生态发展平台。在不动产投资开发主业不变的背景下，积极发展和培育两翼产业，大幅提升市场化竞争力，打造新的盈利增长点。综合服务方面，以产业链价值挖掘与资产经营为主线，加快发展物业、代理、建筑和商业四个核心板块，重点培养会展、文旅、康养、教育、公寓等千里板块；在不动产金融方面，提升房地产基金管理规模和市场化能力，提升产业链投资及资本运作能力，通过并购基金、资产证券化、产业基金等方式，加大与主业和多元产业协同，积极推进普惠金融，充分发挥客户资源优势，与行业领先机构合作，加快市场开拓布局。

图表 3：保利发展整体战略变迁

	整体战略	具体内容
2008	三个为主，两个结合	<b>三个为主：</b> 以房地产业为主，适度拓展相关行业；以中心城市为主，逐步辐射二三线城市；以住宅开发为主，积极拓展多元业态的发展模式。 <b>两个结合：</b> 开发性收入和经营性收入相结合；资产经营和资本经营相结合。
2009		
2010		
2011		
2012		
2013		
2014		
2015		
2016	一主两翼	以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼。
2017		
2018	以不动产投资开发为主、	不动产投资开发是公司坚定的主业方向；
2019		

2020	以综合服务与不动产金融为翼，打造不动产生态发展平台	围绕不动产投资开发，搭建覆盖物业管理、销售代理、商业管理等十余个综合服务板块，以及以房地产基金、普惠金融为主的不动产金融平台。
2021		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从公司的长期战略规划和发展来看，呈现出坚定的战略定力和前瞻性的战略定位：

**1) 坚守：始终坚守不动产开发主业不动摇。**自 1992 年成立之初，公司基于对城镇化进程及房地产行业发展机遇的趋势判断，始终坚守房地产开发主业在公司发展中的核心地位。对不动产主业的坚守使得公司规模不断扩大、保持行业龙头地位。

**2) 前瞻：公司根据行业和自身发展的不同阶段，对主战略做出前瞻性的调整。**公司在坚守房地产开发主业不动摇的同时，在每次战略调整的时候结合行业发展特点和自身发展阶段做出了前瞻性的调整。例如 2009 年在城镇化加速、经济发展高速等支撑房地产市场需求的行业背景和公司快速发展的背景下，公司在“3+2”战略的基础上增加了“扩大经营规模与提高开发效益相结合”，确立了销售超千亿、净利润过百亿的发展目标，在战略的指引下公司在 2010 年就成为了千亿级房企。2016 年以后，在政策对房地产行业调控趋严、趋常态化的背景下，公司基于行业经营模式变化的判断，提出了“一主两翼”的战略调整，开始发展多元业务，前瞻性地提高市场化竞争力，打造全新的盈利增长点。

## 2.2. 行业研判与策略调整：掌握行业发展趋势，保持稳中求进发展态势

除了公司的整体中长期战略，公司也通过对行业研判，结合公司自身情况和发展需求，为不断贴合政策和市场环境，对经营策略进行微调。例如：2011 年政策收紧，公司判断调控的根本目的是抑制投机，促使房地产市场回归刚性居住需求和合理投资需求，公司在经营策略中基于行业研判提出了“提高中小户型比例和产品性价比，抢占刚需市场，扩大销售规模”的策略，在贴合政策顺应市场环境的同时，坚持公司适度扩张的总战略。又如 2014 年，公司研判长期行业进入发展新常态，以省会城市为主的一、二线中心城市，由于其经济发展动力和人口吸聚能力强劲，必将成为未来最具活力的商品房市场，在 2014 年以后的经营策略中公司多次强调提高运营效率，并在城市扩张战略中强调深化城市群、都市圈的战略布局。进入 2021 年本轮调控趋近开始，公司提出了“房地产行业将步入精准调控期，因城施策、因企施策将成为调控主基调”的研判，在 2021 年和 2022 年经营策略中都重提“现金流管理为核心”，优化资产负债结构，强化抗风险能力，同时对于行业的新变化，公司也提出了抓住集中度提升带来的发展机遇。

**图表 4：保利发展历年对行业判断和战略调整**

年份	对行业判断	战略调整
2008	坚定地看好中国房地产业中长期的发展前景，但市场的调整有其内在规律和周期，不可能在短时间之内重新回到新的景气周期。	坚持以现金流为核心，稳健经营，保持发展。密切关注市场调整期的各种发展机遇，重点关注中心城市的市中心，关注有成本优势的土地资源，关注条件优越的合作项目，变挑战为机遇，实现公司的平稳健康发展。
2009	决定中国房地产行业长期发展的深层次因素并未发生任何根本性转变，尽管短期内行业可能面临一定波动，但中长期发展依然坚定看好。	坚持以发展为主题，以经济效益为中心，继续坚持适度规模经营，努力提高开发效益；继续坚持品牌发展战略，全面推进项目品牌标准化产品应用；继续坚持以住宅滚动开发为主，努力培育新的利润增长点。开拓进取，继往开来，保持企业持续稳定快速发展。
2010	房地产调控不会改变行业中长期向好发展趋势。以二三线城市为主的城市化进程、经济快速增长、通胀预期、人民币升值压力等因素，仍将支持中国的房地产市场在未来较长的时间内保持较快的增长。	坚持以发展为主题，以经济效益为中心，继续坚持适度规模经营，努力提高开发效益；继续坚持品牌发展战略，全面推进项目品牌标准化产品应用；继续坚持以住宅滚动开发为主，努力培育新的利润增长点。开拓进取，继往开来，保持企业持续稳定快速发展。
2011	本轮调控根本目的是抑制投机，促使房地产市场回归刚性居住需求和合理投资需求。中小户型的刚需产品是市场主流，并将成为房地产市场平稳发展的主要支撑。政府为保持经济增长而对调控政策进行微调，房地产市场可能呈现波动调整格局。	坚持以发展为主题，以经济效益为中心，顺应形势防控风险，坚定信心稳定发展，积极把握行业调控机遇，确保企业持续平稳健康发展。 (1) 继续坚持以普通住宅开发为主，进一步提高中小户型比例和产品性价比，抢占刚需市场，扩大销售规模； (2) 坚持快速周转策略，加快资金回笼速度，同时充分发挥银行信贷和房地产基金等多元化融资优势，拓宽资金来源； (3) 抓住市场机遇进一步优化拓展项目的产品和区域结构。
2012	坚定看好房地产行业中长期发展前景。以刚性需求为主的中小户型普通住宅是主流产品，并支撑市场平稳发展。由于国内各城市住房供求关系格局存在客观差异，不排除市场出现局部波动的可能性。	坚持普通住宅为主的产品定位，坚持快速周转经营策略，力争市场份额有增加；继续坚持等量拓展原则，在完善一二线城市布局的基础上，稳步开拓三四线城市。
2013	坚定看好行业中长期发展。短期内，在宏观经济和政策面基本稳定的情况下，房地产市场预期仍将实现平稳发展。房地产市场在整体平稳发展的同时，出现局部、阶段性波动的可能性或不可避免	坚持以发展为主题，以经济效益为中心，坚持规模经营，坚持快速周转，稳中求进，持续提高品质，不断开拓创新，努力提升管理，在“品质、创新、管理三轮驱动”下，促进企业升级，提高持续发展能力。
2014	新型城镇化推进推动行业中长期向好。短期内，行业政策环境将持续友好，并存在进一步改善的可能。长期行业进入发展新常态，以省会城市为主的一、二线城市，由于其经济发展动力和人口聚聚能力强劲，必将成为未来最具活力的商品房市场。	坚持以发展为主题，努力优化投资结构，提高运营效率，加强精细化管理，实现企业持续平稳健康发展。
2015	随着政策红利的持续释放商品房销售仍将延续2015年的回暖态势平稳增长。区城市场分化严重、局部城市房价上涨过快等矛盾仍然存在，地方政府因城施策的调控思路将根据市场情况灵活调整。	坚持以发展为主题，以“稳增长”为总基调，以“实现有质量的增长”为目标，做强地产主业，深化结构调整，实现企业平稳健康发展。
2016	本轮调控的决心是坚定的，也是维系行业长期平稳健康发展的必要举措。房地产市场成交仍将维持高位。预计行业未来的生产、经营模式有可能随之发生转变，此时具备多元化综合开发能力和稳健经营的企业优势将更加突出。	紧密围绕“发展、改革、创新”三大主题，以经济效益为中心，继续做大做强地产主业，深化资源结构调整，提升开发效率，推动机制改革创新，努力实现企业平稳健康发展。
2017	行业常态化、差异化调控不会放松。房地产行业面临的资金环境将持续紧缩，对企业运营能力提出更高要求。市场仍存在结构性机会。房地产行业进入壁垒正在不断提升，企业竞争更加充分，具备综合开发能力的大型企业将更适应行业变化，更好地把握市场机会。	以房地产开发经营为主、以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的战略布局。通过三者协同作用，逐步构建“多元”的利润增长模式。在十三五规划中段，行业格局发生新的变化，公司针对行业新特点，对“一主两翼”战略进行优化升级，保持战略的与时俱进。
2018	房地产行业发展趋势仍然向好，居住及改善需求随着城市群聚集发展将持续补充，市场竞争趋于专业化、品牌化。房地产企业通过发挥整合资源优势，从过往单一的房地产开发，向社区消费、生活服务、产业链投资、资产持有运营等领域延伸。	将继续发挥在融资、拓展、运营管理、品牌等方面的专业优势，积极把握区城市场的结构性机会，保持公司的持续稳健发展，并积极把握多元化产业发展机遇，加快布局综合服务与不动产金融市场，培育新的业务增长极。
2019	房地产行业发展的根本驱动力没有改变。房地产行业调控的主要基调仍以稳地价、稳房价、稳预期的政策为核心，坚持“房住不炒”的行业定位不动摇。短期内，房地产行业投资、销售、施工等也受到宏观经济影响，开发商的经营和资金状况等均面临较大冲击，客观上的新房供应、消费者信心恢复需要一定修复过程，房地产行业企稳仍需要时间。	基于“不动产生态发展平台”的发展战略，坚持以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼，实现企业高质量发展。 不动产投资开发是公司坚定的主业方向，以不动产投资开发为原点，围绕美好生活同行者的品牌愿景，公司将积极发展和培育不动产产业链业务，在做好主业协同的基础上，持续提升市场化竞争力，打造新的盈利增长点。
2020	长期来看房地产行业发展的根本驱动力没有改变。政府对房地产调控的决心不会动摇，房地产行业将步入精准调控期，因城施策、因企施策将成为调控主基调。短期内，区域分化、局部区域市场周期性波动将是行业发展常态。随着宏观经济恢复形势向好，市场流动性或将边际收紧，房地产行业流动性压力将进一步加剧。房企原有高杠杆的经营模式受到冲击，而产品品质、成本管控、服务等综合能力将成为下阶段房企的竞争核心。	坚持以现金流管理为核心，提升项目开发效率，抢抓销售与资金回收，加快释放存量资金，拓展多元融资渠道，持续优化资产负债结构，确保各项指标符合监管要求，保持“绿档”房企优势。此外，公司将积极关注房地产行业集中度提升带来的发展机会，做大开发业务规模，提升资源储备质量；同时坚持“一主两翼”的发展战略，加大对两翼产业的培育力度，把握产业链上下游拓展机会，推进多元化业务发展，形成新的业务增长极。
2021	长期来看房地产行业的发展前景依然可观。未来“房住不炒”的调控态度仍将坚定，“稳地价、稳房价、稳预期”的指导思想不会改变。随着土地供应等长效机制的健全完善，保障性租赁住房和住房供应体系的不断丰富，将进一步巩固行业调控的成果，夯实行业中长期发展的基础，促进行业良性循环和健康发展。	公司将坚持以现金流管理为核心，狠抓资金归集，持续优化资产负债结构，强化抗风险能力。充分发挥绿档企业优势，积极拓展多元融资渠道，抢抓低成本资源。同时，加强对行业及市场的研判力度，保持战略的灵活性与精细度，把握行业模式、格局等变化带来的发展机遇，做大开发业务规模，持续提升行业地位。此外，公司将聚焦合理的住房需求，不断提升在产品设计、成本控制、运营管理、服务保障等环节的专业能力，并积极参与国家住房体系的完善与建设，强化公司有担当、可信赖的央企品牌形象。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2.3. 战略实施：组织架构变更验证战略落地，高层积极增持彰显发展信心

### 2.3.1. 组织架构变更验证战略落地

**组织架构变更验证战略落地。**对公司战略的了解往往来自于公司对外的披露，出于各种可能的诉求，公司对外释放的信息可能与实际的实施情况存在偏差，而公司的组织架构实际影响公司的经营，因此可以作为我们了解公司战略执行情况的切入点。公司自 2011 年以来分别在 2013 年、2017 年和 2021 年经历了三次较为重大的组织架构变更：

2013 年：公司增设工程管理中心、海外事业部、发展研究院，以落实公司规模扩张的战略，以拓展海外市场和新兴业务。

2015 年：公司增设资产管理中心和创新运营中心。

2017 年：公司将公司组织结构调整为 13 个部门，按照投资、产品、工程、品牌等房地产开发流程中的各个环节，分别在总部层面设立管理中心，支持业务快速拓展，满足公司快速拓展的需要，匹配当时公司快速扩张的需求。

2021 年：公司合并了部分部门，整合成立了地产管理中心和面向产业公司的产业管理中心，以便快速响应市场的变化、加强对产业经营和布局的管理；同时成立了战略投资中心，串联投前、投中、投后完整环节，实现投资闭环管理；根据行业和市场发展新特点设立了风险管理中心，提高风险防范与内控监督的力度，确保风险的可防可控。

**图表 5：公司组织框架变迁**

2011	2012	2013	2014	2015	2016
董事会办公室 办公室 人力资源管理中心 投资管理中心 成本管理中心 财务管理中心 审计管理中心 品牌管理中心 商业管理经营中心 技术研发中心	董事会办公室 办公室 人力资源管理中心 投资管理中心 成本管理中心 财务管理中心 审计管理中心 品牌管理中心 商业管理经营中心 技术研发中心 <b>工程管理中心</b> <b>海外事业部</b> <b>发展研究院</b>	董事会办公室 办公室 人力资源管理中心 投资管理中心 成本管理中心 财务管理中心 审计管理中心 品牌管理中心 商业管理经营中心 <b>技术研发中心</b> <b>工程管理中心</b> <b>海外事业部</b> <b>发展研究院</b>	董事会办公室 办公室 人力资源管理中心 投资管理中心 成本管理中心 财务管理中心 审计管理中心 品牌管理中心 商业管理经营中心 <b>技术研发中心</b> <b>工程管理中心</b> <b>海外事业部</b> <b>发展研究院</b>	董事会办公室 办公室 党群·人力资源管理中心 纪检监察部 投资管理中心 财务管理中心 技术研发中心 工程管理中心 品牌管理中心 <b>资产管理中心</b> <b>创新运营中心</b> 发展研究院 审计管理中心	董事会办公室 办公室 党群·人力资源管理中心 纪检监察部 投资管理中心 财务管理中心 技术研发中心 工程管理中心 品牌管理中心 资产管理中心 创新运营中心 发展研究院 审计管理中心
2017	2018	2019	2020	2021	
董事会办公室 行政办公室 人力资源中心 党群办公室 纪检监察办公室 <b>战略投资发展中心</b> <b>运营管理中心</b> <b>成本管理中心</b> <b>产品研发中心</b> <b>企业管理中心</b> 财务管理中心 审计管理中心 <b>战略研究院</b>	董事会办公室 行政办公室 人力资源中心 党群办公室 纪检监察办公室 <b>战略投资发展中心</b> <b>运营管理中心</b> <b>成本管理中心</b> <b>产品研发中心</b> <b>企业管理中心</b> 财务管理中心 审计管理中心 战略研究院	董事会办公室 行政办公室 人力资源中心 党群办公室 纪检监察办公室 <b>战略投资发展中心</b> <b>运营管理中心</b> <b>成本管理中心</b> <b>产品研发中心</b> <b>企业管理中心</b> 财务管理中心 审计管理中心 战略研究院	董事会办公室 行政办公室 人力资源中心 党群办公室 纪检监察办公室 <b>战略投资发展中心</b> <b>运营管理中心</b> <b>成本管理中心</b> <b>产品研发中心</b> <b>企业管理中心</b> 财务管理中心 审计管理中心 战略研究院	董事会办公室 综合管理中心 人力资源中心 党群办公室 纪检监察办公室 <b>战略投资中心</b> <b>地产管理中心</b> <b>产业管理中心</b> 产品研发中心 <b>财务金融中心</b> <b>数据共享中心</b> <b>风险管理中心</b>	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 2.3.2. 无惧变革创立中台，锐意进取保持组织活力

**锐意进取，持续改进保持组织活力。**在行业合并收缩的大背景下，保利发展仍坚持以进取和升级为导向的战略变革，表现出极强的组织活力。目前，保利正在筹备以产品、技术、成本及采购为核心的广东、华东两大业务型共享中心，进一步优化产品竞争力、推动产品标准化，提升开发效率。共享中心的变革方向已经具备了地产大中台的雏形，不仅是

2021 年公司调整组织架构后的重大战略部署，也是领先于行业的重大举措，体现了公司在组织改革方面的前瞻性和灵活性。

- **何为中台？组件化、可复用、可共用、灵活扩展：**中台的概念起源于互联网企业，是指将企业的共性需求进行整合，打造为平台化、组件化的系统能力。中台的特点是组件化、可复用、可共用、灵活扩展：组件化是指比较独立，可复用是指很多地方能够调用，可共用是指各个部门都能使用、跨部门使用。灵活扩展指的是在公司的规模扩展或服务对象增加后，中台系统仍然能够支持。中台可以分为业务中台、数据中台和技术中台，业务中台是指从多业态、多场景中提炼出的、具有共性的、组件化的服务；数据中台是指对企业内外部数据进行发现、集中、清洗、拉通、整合、计算等，形成企业数据资产，并基于数据资产提供全面的、贯通的数据服务；技术中台是指为业务应用提供基础的、通用的、标准的中间件和支撑服务。
- **地产行业的中台建设：降本增效，区域精耕。** 1) **区域精耕：**区域精耕成为当下地产企业的重要战略，地产企业需要收缩区域，选对地区，进行城市聚焦。为了支撑区域精耕战略高效实现，打造区域中台就显得尤其重要。地产企业可以基于区域精耕的模式，加大区域中台的人力投入，减少完整编制的项目人力投入。2) **整合可复用环节，降低管理费用：**随着房地产行业不断分化剧变，越来越多的房企开始关注人均效能，向管理要效益，将产品设计、工程技术、成本管理、材料采购等具有可复用特点的环节利用业务中台进行整合，避免业务重复开展产生的浪费，降低管理费用。3) **拉通不同线条，提高管理效能：**房地产行业牵涉上下游行业较多，系统多、业务分散，因此数据采集较为困难，只有通过中台方式不断累积数据采集，才能为大数据奠定基础，形成数据分享，将业务数据沉淀在中台层面，便于不同线条之间的数据拉通，更好地支持前台业务。
- **公司进行中台建设的原因和基础：** 1) **组织基础：**公司作为保持“集团-地区”二级架构的企业，扁平化的管理架构虽然能带来更高的管理效率、减少人员冗杂降低成本，但会导致不同分公司之间能力差异，而共享中台可以在保持两级架构的基础上，通过区域共享中心实现区域业务拉通，提升各分公司综合竞争力。2) **增强公司在广东、华东两大核心城市群的竞争力：**广东和华东是公司城市布局的两大核心城市群，是公司提升区域市场竞争力的关键所在，成立数字共享中心有助于提升公司在这两大城市群的内部资源利用率、降低运行成本，优化产品竞争力、推动产品标准化，将公司的布局区域做强做深。

### 2.3.3. 管理层平稳过渡，积极增持彰显发展信心

**管理层扎根公司数十年，平稳过渡穿越周期。** 2021 年公司的管理层实现了平稳过渡，公司主要管理人员均扎根公司数十年，公司董事长刘平 1998 年加入保利，先后担任计划部经理、总经办主任、总经理助理、董事会秘书、副总经理、总经理等职务，扎根保利 23 年，不仅担任多个区域公司董事长，熟悉行业趋势和市场变化，在 2016 年到 2020 年担任总经理期间，公司完成了从 2000 亿到 5000 亿元的规模跨越，并且提出并落地了“一主两翼”的多元化发展战略。2021 年公司管理层更换之后，2021 年公司整体经营情况保持平稳，实现了销售金额排名上升 1 位，2022 年在行业深度调整的市场环境下，新任管理层带领公司平稳穿越周期，并抓住市场机遇实现公司销售排名继续提升。

**图表 6: 公司管理层顺利过渡**


资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

**管理层积极增持彰显发展信心。**2021年8月5日，公司发布了《关于公司董事长及全体高级管理人员计划增持公司股份的公告》，公司董事长、总经理刘平及全体高级管理人员计划自2021年8月4日起6个月内增持公司股份，合计增持金额不低于人民币800万元、不超过人民币1500万元，增持价格不超过15.06元/股。截至2022年6月30日，公司管理层积极增持，公司董事长刘平较上年同期增持27.6万股，彰显了公司管理层对公司发展的信心。

**图表 7: 公司管理层增持**

姓名	职务	2022H1 持股数(万股)	2021H 持股数 (万股)	增持股数 (万股)
刘平	董事长	768.56	740.96	27.60
黄海	董事会秘书	109.57	105.07	4.50
胡在新	董事	88.80	83.30	5.50
周东利	董事,总经理	62.22	55.21	7.01
张伟	副总经理	52.35	47.70	4.65
潘志华	副总经理	30.26	13.25	17.01
刘颖川	副总经理	17.15	13.65	3.50
孔峻峰	监事会主席	3.34	0.00	3.34
张艳华	副总经理	3.25	0.00	3.25

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

### 3. 销售：坚定围绕核心城市，区域深耕效果显著

#### 3.1. 总量：下行周期销售优于大市，供给分化冲顶行业第一可期

**稳健穿越周期，销售优于大市。**公司2022年实现全口径销售金额4573.01亿元，同比下降14.51%，实现全口径销售面积2747.95万平，同比下降17.6%，销售均价16642元/平方米，较上年同比上升3.7%。在2022年房地产行业持续下行的背景下，公司受到市场整体影响，销售也同比下跌，但14.5%的跌幅相较头部TOP5和TOP10房企平均跌幅22.2%和19.5%保持相对稳健的销售成绩，作为全国化布局的大型房企能在行业深度下行阶段仍然保持相对稳健的成绩实属不易，体现公司穿越周期的定力。

**抓住行业深度调整机遇，销售排名重回前三。**2016年-2020年，公司销售排名处在第5名位置，落后于碧桂园、万科、恒大、融创等扩张较快的民营房企；2021年公司在管理层新老交替叠加下半年行业调整背景下，凭借6.4%的同比增速排名提升至第4名；2022年管理层提出公司的规模目标“进三争一”，在行业下行、民企信用风险升级和行业加速出清等机遇与挑战中，公司积极抓住土地市场和销售市场带来的双重机遇，加大在核心城市核心区域的拿地和推货力度，全口径销售额行业排名提升2名至行业第2名。从2022年头部房企销售及拿地情况对比来看，公司与行业第一名的销售金额差距大幅收窄为70亿元，而拿地规模则远超其他头部房企。我们认为随着2023年市场逐步企稳，公司在2022年形成的供给优势有望在2023年兑现，销售规模提升至行业第一可期。

图表 8：全口径销售金额 TOP10 排名变化

排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	保利地产	中国恒大	绿地集团	绿地集团	绿地集团	中国恒大	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	万科地产	保利发展
3	绿地集团	绿地集团	保利地产	万达集团	万达集团	绿地集团	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科地产	融创中国	万科地产
4	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	中国恒大	万达集团	绿地集团	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地
5	中国恒大	中海地产	中国恒大	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产	保利发展	保利发展	保利发展	中国恒大	中海地产
6	绿城中国	万达集团	万达集团	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口
7	万达集团	碧桂园	绿城中国	中国恒大	中海地产	碧桂园	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团
8	龙湖集团	龙湖地产	华润置地	华润置地	世茂房地产	华润置地	华夏幸福	龙湖地产	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	绿城中国
9	碧桂园	华润置地	碧桂园	世茂房地产	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂房地产	华润置地	绿地控股	龙湖集团
10	富力地产	世茂集团	世茂房地产	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	建发房产

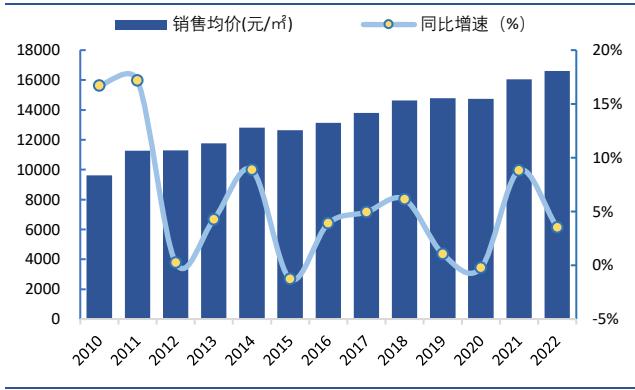
资料来源：克而瑞，信达证券研发中心

**图表 9: 公司历年签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 10: 公司历年签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 11: 公司历年签约销售均价及同比增速**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 12: 公司历年销售金额市占率 (%)**


资料来源：公司公告，统计局，Wind，信达证券研发中心

### 3.2. 区域布局：聚焦核心城市和区域，城市深耕收效显著

以中心城市为核心，坚持城市群深耕战略。公司2006年上市初销售金额规模为83.65亿元，上市16年实现销售规模翻六番，复合增速达28.41%。公司能保持稳定增长主要得益于始终坚持城市深耕战略，公司2002年制定《十年发展规划纲要》之初便启动全国化战略，形成以广州、北京、上海为核心，其他经济中心城市为重点的区域战略，此后在全国化布局的过程中，十余年来始终坚持和强调对核心一二线城市的布局：行业下行阶段，例如2014年，公司更加加大对市场复苏快、库存压力小的一二线城市深耕；行业上行阶段，例如2015年，公司在拓展布局的同时，仍坚持以中心城市为核心，向发达城市群拓展，保持较为审慎、稳健的城市布局战略。

2018年开始，公司基于“房住不炒”政策引领，研判购买需求回归居住属性，区域及城市分化逐步加大，因此在城市布局战略中更加聚焦一二线城市及核心城市群，把握市场调整中的结构性机会。2018年至今公司不仅强调38个核心城市群的销售贡献率，也不断提升城市深耕的成效，强化单体城市销售规模和市占率的提升。

以中心城市为核心的战略使公司在下行周期中能够保持基本稳定，减少销售规模的大幅波动，提升穿越周期的定力；而对于核心单体城市的深耕则能够使公司在市场较弱的时候，在流速和去化更好的核心城市保持优势，同时市场热度通常从核心城市开始向外围传导，对核心单体城市的深耕也可以率先受益于市场热度提升。

图表 13：保利发展城市拓展战略变迁

	城市战略变迁	城市战略	当年实现的城市布局	个数
2008	中心城市	重点关注中心城市的市中心	形成以广州、北京和上海为核心的战略布局，在其他经济发达城市的发展也较为迅速，形成了广州、北京、上海、武汉、重庆、沈阳等 17 个城市的全国战略布局。	17
2009	辐射二三线城市	以中心城市为主，逐步辐射二三线城市	新进南京、大连和阳江三个城市，公司已完成以广州、北京、上海为中心，覆盖 22 个城市的全国化战略布局。	22
2010		大力推进区域布局深化，以一线省会城市为中心向二三线城市纵深发展，并以重点城市为中心加大了二三线城市的拓展力。	全年新进城市 12 个，已进入全国 30 余个城市	30
2011		-	覆盖国内 39 个大中型城市	39
2012	开拓三四线城市	在完善一二线城市布局的基础上，稳步开拓三四线城市	新进入西安、三亚、江门、郴州等 4 个城市，已进入城市达 43 个。	43
2013		坚持一二线中心城市为主的“3+2+X”区域布局战略，以完善和深耕一二线主流城市为重点，适度拓展有宏观发展战略支持、经济基础良好、位于经济圈与城市带中的三四线城市	新进入太原、遂宁、清远、湛江、韶关、肇庆等城市，已进入城市达 49 个，区域布局更加完善，城市群深耕得以不断推进。	49
2014		“3+2+X”城市群战略	全年新进入海口、乌鲁木齐、兰州、洛阳、莆田、茂名、汕尾、林芝等 8 个城市，累计进入全国 57 个城市，进一步完善和深化了城市群布局。	57
2015	全国化布局	坚持以北、上、广等国家中心城市为核心，完善珠三角、长三角、环渤海的城市群战略布局；努力做大中部经济圈、西南、海陕西岸经济区等国家经济发展重点区域的规模；结合国内经济战略走向，前瞻性地布局国家重点发展区域。	形成了覆盖珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈、遍布全国 60 个主流城市的战略布局。	60
2016		坚持以中心城市为核心，深化城市群、都市圈的战略布局。	现已覆盖国内珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈的 68 个城市。	68
2017		坚持以北、上、广等国家中心城市为核心的城市群区域布局策略，在重点深耕珠三角、长三角、京津冀等城市群的同时，结合国内经济战略走向，逐步延伸至中部、西部、海峡两岸等国家重点发展区域。	形成了以珠三角、长三角、京津冀城市群为核心、以中部、成渝、海峡两岸等区域多点开花的城市群布局，在全国 92 个城市。	92
2018	一二线城市+核心城市群	坚持以一二线城市及核心城市群为主的布局策略。	形成以珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝、海西等城市群为重点的布局体系，在国内外 100 个城市。	100+
2019		坚持以核心城市及重点城市群为主的布局策略，重点深耕珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝、海西等国家重点发展区域。	形成了完善的全国化产业布局优势，完成了以中心城市为核心，以城市群、都市圈为延展的区域布局结构，契合国内区域经济发展、人口、产业的长期趋势。	100+
2020		坚持以核心城市及重点城市群为主的布局策略，重点深耕珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝、海西等国家重点发展区域。	形成了以中心城市为核心，以城市群、都市圈为延展的布局体系，资源储备丰富且质地优良。	100+
2021		坚持“核心城市+城市群”深耕战略。		100+

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2.1. 稳健：一二线城市占比保持 7 成以上，下沉扩张强调核心城市群

保利发展作为全国性规模性房企，却仍能在本轮较长的下行周期中保持相对稳健的销售表现核心在于公司一直以来稳健的城市布局：

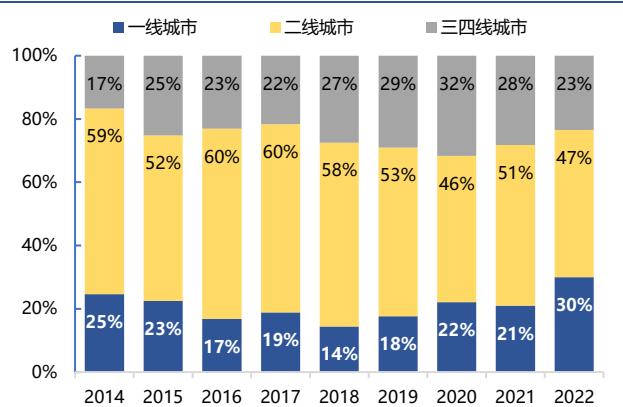
#### 1) 一二线城市占比保持 7 成左右，不做激进下沉，保持销售稳健和弹性：公司 2014

年至今的销售金额占比中，一二线城市始终保持在 70% 左右。2017 年-2020 年全国房地产市场经历了三四线城市占比提升的阶段，考虑到规模扩张需要，部分全国性房企在布局上也向三四线城市下沉，但公司一二线城市销售金额占比始终保持在 70% 左右，没有进行大幅、激进的下沉，保持整体结构上的经营稳健。进入 2022 年，一二线城市占比大幅提升至 76.6%。从公司披露的 38 个核心城市占比来看，截至 2022Q3 销售金额贡献率跃升至 90%，可见长期以中心城市为核心的布局战略使得公司在行业下行期有改善销售结构的弹性空间。

#### 2) 下沉城市集中于公司深耕的城市群，强调下沉质量：公司作为全国性规模房企，

在保持核心城市优势的同时，并未放弃拓展的机遇，积极抓住市场热度较高、利润率较高三四线城市的机会进行拓展。公司向三四线城市的拓展围绕深耕的城市群长三角、珠三角和京津冀展开。围绕核心城市群展开的下沉，一方面在市场下行阶段凭借核心城市较好的经济基本面带动，周边三四线城市仍能保持相对较好的热度，另一方面在市场企稳的过程中，销售热度通常从核心热点城市向外传导，核心城市群内的三四线城市通常率先受益。

图表 14：公司各线城市销售面积占比（%）



资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

图表 15：公司 38 个核心城市销售贡献率（%）



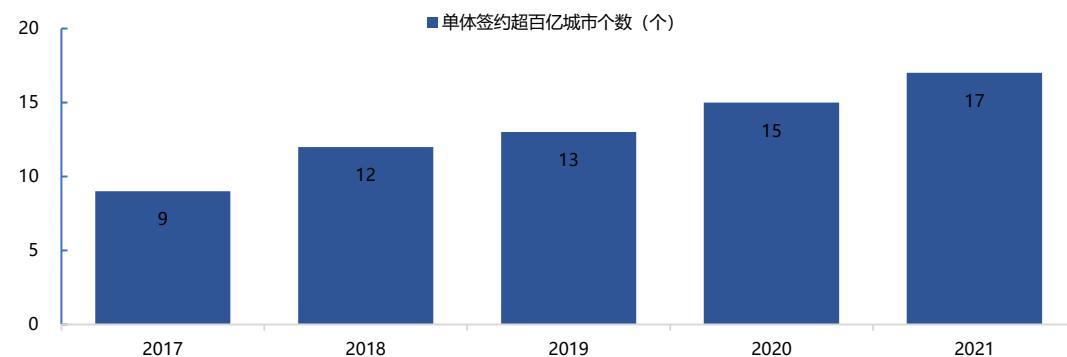
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2.2. 进取：核心城市深耕效果验证，抓住机遇提升市占率

公司核心城市深耕战略成效不断得以验证，下行周期中核心城市市占率和单体城市规模逆势提升：

**城市深耕战略静态验证：单体签约超百亿城市不断增加。**截至 2021 年单城签约过百亿城市 17 个，合计销售贡献超 3400 亿元，其中广州、佛山合计销售规模超 920 亿元，杭州首次突破 300 亿，南京、北京超过 200 亿，东莞、上海、郑州、武汉等超过 100 亿元。

图表 16：2021 年单体签约超百亿城市数量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**城市深耕战略动态验证：核心城市市占率逆势提升。**在 2022 年市场整体下行，暴雷房企持续增加的情况下，公司在厦门、广州、南京、上海等市场热度较好的城市仍能保持市占率的提升，在公司深耕的大湾区广州、佛山、珠海等城市市占率也有提升。

**图表 17: 公司 2021VS2022 年销售金额市占率提升的城市**

城市	保利发展销售金额(亿元)		城市商品房销售金额(亿元)		保利发展市占率(%)		
	2021年	2022年	2021年	2022年	2021年	2022年	增幅
厦门	89.59	94.83	1327.24	789.67	6.75%	12.01%	5.26%
广州	401.64	401.37	4333.19	2971.46	9.27%	13.51%	4.24%
佛山	189.55	198.73	2047.77	1505.81	9.26%	13.20%	3.94%
南京	203.2	222.91	3721.18	2441.85	5.46%	9.13%	3.67%
温州	37.79	55.88	1832.62	1020.34	2.06%	5.48%	3.41%
兰州	34.11	19.59	749.77	297.72	4.55%	6.58%	2.03%
石家庄	6.23	11.35	585.96	381.76	1.06%	2.97%	1.91%
珠海	42.88	25.76	1332.74	529.5	3.22%	4.86%	1.65%
扬州	1.07	4.17	359.56	239.54	0.30%	1.74%	1.44%
上海	154.8	256.02	6514.87	6857.68	2.38%	3.73%	1.36%
无锡	18.91	20.39	1400.17	776.44	1.35%	2.63%	1.28%
郑州	88.43	60.65	1899.59	1038.58	4.66%	5.84%	1.18%
合肥	75.88	63.33	1441.38	1007.5	5.26%	6.29%	1.02%
重庆	68.28	31.28	2658.33	894.65	2.57%	3.50%	0.93%

资料来源：中指研究院，信达证券研发中心整理

### 3.2.3. 机遇：23 年市场或延续分化，城市深耕更受益市场复苏

**中长期来看，市场整体告别短缺时代，结构性机会藏于区域分化。**全国商品房新开工面积在 2013 年达到自然新开工峰值，包括政府住房、自建房等在内的存量住房套户比达到 1.0 套/户，房地产市场进入供求基本平衡的阶段，2019 年达到新开工峰值，住房短缺时代基本结束，房地产发展阶段进入尾声。但结构性空间仍然存在，人口吸纳能力强、投资环境好、经济有活力的一二线城市需求逐步集中，人口吸纳能力较差的三四线城市或将会面临慢速降温，房地产市场的结构性空间存在于区域分化之中。

**复盘本轮行业下行周期，城市分化特点突出。**2022 年市场销售呈现明显分化趋势，从全国商品房销售金额来看，一线/二线/三四线城市分别同比回落 12.2%/26.7%/30%，一线城市保持明显更强的市场韧性，从成交占比来看一线城市较 2021 年提升 2.4pct，三四线城市则下降 2.4pct。从具体城市来看，也体现出了经济基本面较好的城市房地产市场热度稍好，能保持相对较好的去化率，而经济基本面较弱或市场供过于求的城市成交大幅下降。

**2023 年市场或将延续城市分化，城市深耕成果进一步验证。**本轮下行周期当前政策力度不断加强，但从需求端政策来看，我们认为目前三四线城市需求端政策基本应放尽放，政策空间已经较小，后续三四线城市的回温可能更多依赖于核心城市热度回升带动，而核心城市例如北京、上海、深圳、杭州等城市的需求端放松力度仍然较小，包括核心区域放松限购限贷、降低首付、下调按揭利率等释放需求的政策仍有较大空间。同时在行业持续下行一年有余的背景下，核心城市担负着带动周边城市回稳的重要作用，因此我们预计 2023 年一二线城市可能会迎来销售占比进一步提升。而公司在此前城市深耕的成果有望进一步得以验证，同时在这一轮下行周期中在部分一二线城市提升的市占率有望在 2023 年销售逐步企稳恢复时转化为销售额提升。

**图表 18: 按城市能级划分商品房销售金额及同比增速**



资料来源: Wind, 中指研究院, 信达证券研发中心

## 4. 土地：顺周期以销定产，保持节奏把握机遇

### 4.1. 稳健：顺周期以销定产，择时拿地保障利润率

顺周期以销定产，等量拓展恪守拿地纪律。复盘 2011 年-2022 年公司的拓展情况，我们发现公司历年来的整体拿地策略横向与纵向对比均保持稳健的态势：

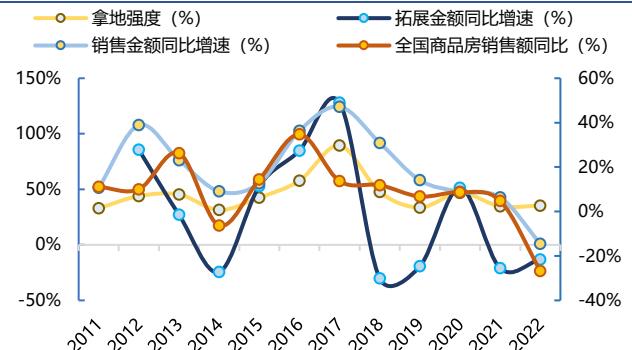
**1) 纵向：顺周期以销定产。**复盘公司 2012 年以来十年间的拿地强度来看，可以发现公司拿地强度的变化与公司销售增速的变化趋势基本一致，在行业下行时，公司拿地整体规模和强度均顺周期收缩，例如 2014 年、2019 年、2021 年和 2022 年，公司拿地强度均收缩至 40% 以下，而在行业上行周期中，例如 2016 年全国商品房增速提升至 35%，公司拿地强度提升至 57.74%，同时公司也结合自身的发展周期进行拓展，例如 2017 年公司销售增速达到 47.19% 的峰值，同年公司加大土地拓展补充一二线城市资源，拿地强度达到 89.24%。此外，从本轮周期来看，公司虽然作为国央企具有一定逆周期稳健性，但仍然坚守以销定产，在面对市场未来存在不确定性时，抓住土地市场的机会拓展优质地块，强调拓展的“精”，而整体拓展强度仍然顺周期回落至 35.28%，体现了公司在投资拓展中的稳健性。

图表 19：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 20：公司历年拿地强度与销售、拓展金额增速



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

注：拿地强度为全口径销售金额/全口径拿地金额

**2) 横向：拿地强度保持行业适中，坚守等量拓展原则。**比较 2017 年以来可比房企的拿地强度排名，除 2017 年公司销售增速带动拿地强度积极之外，公司在 2018 年至今的拿地强度均属适中，并未在行业上行阶段激进拿地；也未在行业下行阶段大幅降低拿地强度或停止拿地，仍然保持拿地节奏，保障未来项目开发。因此，横向对比来看，公司等量拓展恪守拿地纪律，经营稳健风险相对较小，特别是在行业下行周期中，稳健的拿地策略能使公司在市场变化中抓住机遇，同时保持销售的稳健性。

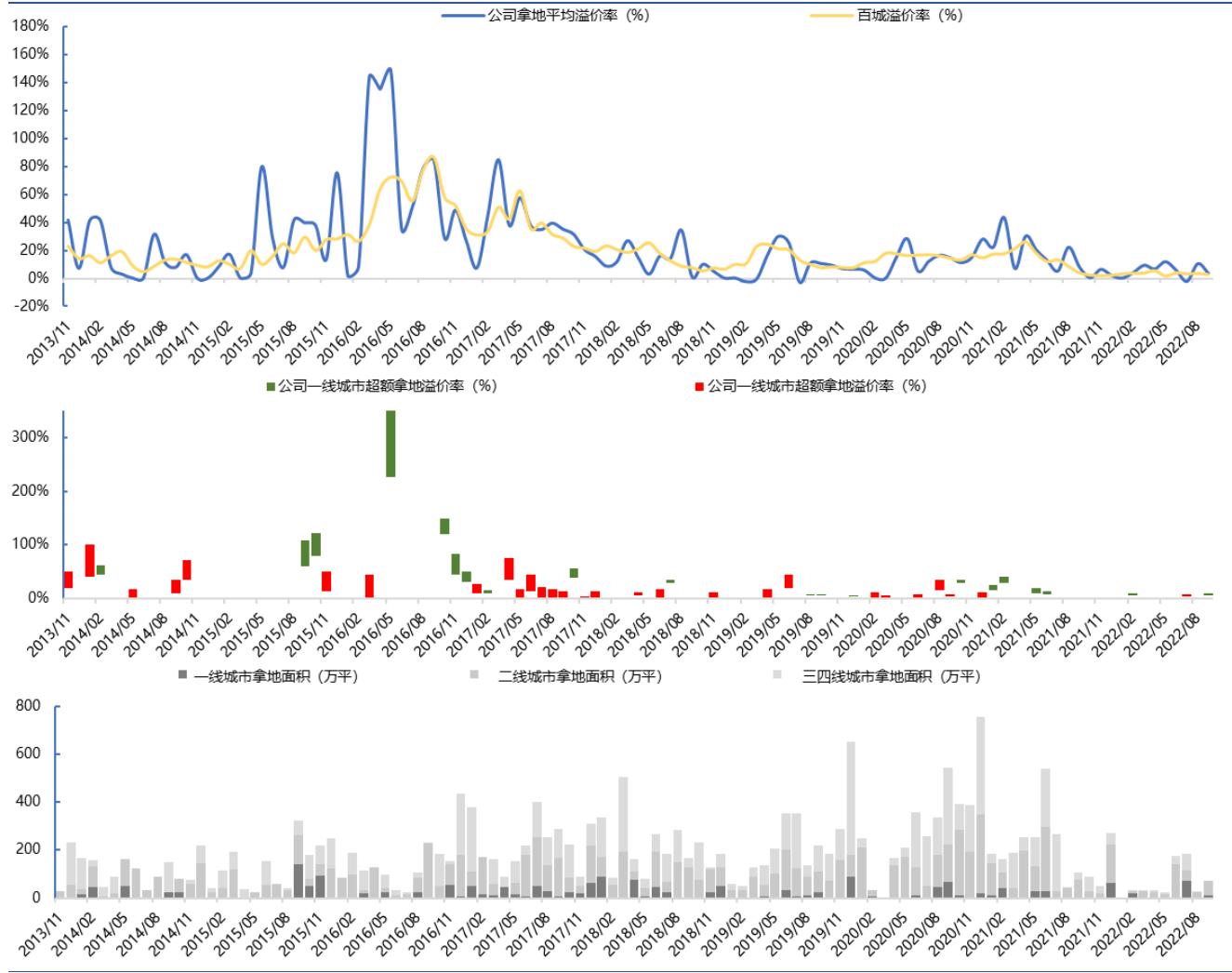
**图表 21：可比公司历年拿地强度对比**

2017	2018	2019	2020	2021	2022
中海地产 激进77.2%	旭辉集团 积极68.5%	华润置地 适中46.2%	华发股份 积极64.3%	建发房产 积极65.4%	滨江集团 适中38.70%
中国金茂 激进124.8%	华润置地 积极54.5%	招商蛇口 适中44.0%	滨江集团 积极51.3%	中国铁建 积极51.8%	建发房产 适中37.70%
建发房产 激进95.4%	滨江集团 积极54.5%	中国金茂 适中42.8%	<b>保利发展 适中49.0%</b>	越秀地产 适中47.3%	<b>保利发展 适中35.28%</b>
旭辉集团 激进82.0%	中国铁建 积极51.6%	龙湖集团 适中41.8%	华润置地 适中47.9%	华润置地 适中44.7%	华润置地 适中35.20%
招商蛇口 激进76.2%	龙湖集团 适中49.5%	滨江集团 适中40.2%	绿城中国 适中45.8%	招商蛇口 适中43.7%	越秀地产 适中34.30%
<b>保利发展 积极67.6%</b>	建发房产 适中46.2%	金地集团 适中38.9%	招商蛇口 适中45.5%	<b>保利发展 适中36.4%</b>	中国铁建 适中33.50%
龙湖集团 积极67.2%	招商蛇口 适中45.7%	华发股份 适中36.9%	金地集团 适中43.3%	滨江集团 适中34.5%	华发股份 适中31.20%
金地集团 积极55.3%	万科 适中42.1%	<b>保利发展 适中36.0%</b>	中海地产 适中37.3%	龙湖集团 适中34.4%	中海地产 稳健25.80%
华润置地 积极54.9%	金地集团 适中38.9%	万科 适中34.6%	越秀地产 适中33.7%	中海地产 适中32.7%	招商蛇口 稳健25.50%
华发股份 积极52.8%	<b>保利发展 适中38.0%</b>	旭辉集团 适中31.2%	旭辉集团 适中33.4%	绿城中国 适中30.3%	绿城中国 保守17.10%
碧桂园 积极52.1%	华发股份 适中37.6%	中海地产 适中31.0%	龙湖集团 适中32.8%	金地集团 稳健24.9%	龙湖集团 保守14.80%
万科 积极50.7%	中国金茂 适中36.3%	中国铁建 适中30.9%	万科 稳健28.9%	中国金茂 稳健24.5%	中国金茂 保守11.80%
滨江集团 适中48.1%	中海地产 适中34.5%	绿城中国 稳健28.7%	中国铁建 稳健24.5%	万科 稳健24.3%	万科 保守7.40%
越秀地产 适中44.1%	绿城中国 适中34.2%	越秀地产 稳健27.1%	碧桂园 稳健22.3%	旭辉集团 保守16.0%	金地集团 保守4.90%
中国铁建 适中43.8%	越秀地产 稳健22.9%	碧桂园 保守19.7%	中国金茂 保守18.3%	碧桂园 保守15.8%	旭辉集团 保守2.50%
绿城中国 适中39.7%	碧桂园 保守18.8%	建发房产 保守0.0%	建发房产 保守0.0%	华发股份 保守13.9%	碧桂园 保守0.20%

注：计算企业拿地金额/销售额 (N)与固定比值进行对比，得出结论。激进： $70.0\% \leq N$ ，积极： $50.0\% \leq N \leq 70.0\%$ ，适中： $30.0\% \leq N \leq 50.0\%$ ，稳健： $20.0\% \leq N \leq 30.0\%$ ，保守： $N \leq 20.0\%$

资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

**对土地市场研判能力强，择时拿地保障利润率。**我们以月度为单位拆分了公司在短周期内的拿地特点，发现公司具体到地块上对成本高度敏感，不拿贵地、高价地，通过精准研判保障拓展利润率。从 2016-2021 年分月数据来看，在 16 年 10 月、17 年 4 月、19 年 4 月等几个土地溢价率极高值，公司当月拿地金额相对较少，而在随后溢价率回落的月份加大拿地力度；为了减少拿地结构影响，我们特别选取了一线城市进行分析，发现公司的拿地溢价率基本接近城市出让土地的平均溢价率，并没有盲目追逐贵价地块，体现了公司稳健拓展，保障拿地利润率的特点。

**图表 22: 公司月度拿地策略分析**


资料来源：中指研究院，Wind，信达证券研发中心

整体来看，公司拿地策略同时兼顾顺周期以销定产保障开发和择时拿地提升利润率，既能顺周期保障公司开发需求、减少逆周期拿地带来的运营风险，又能在较短时间内精准研判，择时拿地，提高拓展利润率。

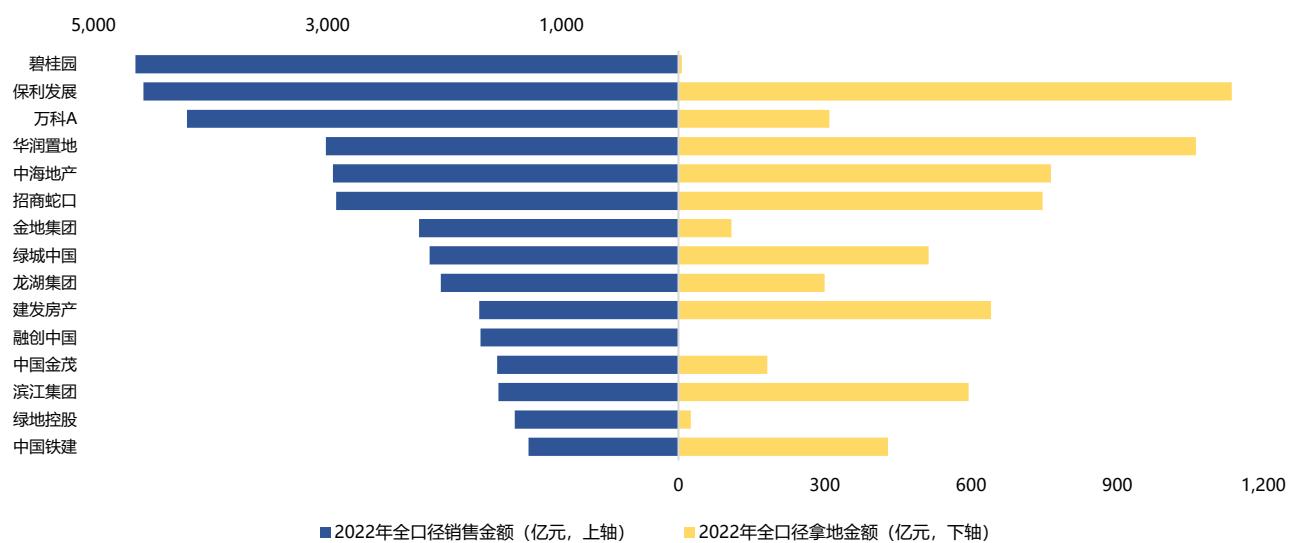
#### 4.2. 进取：把握机遇补货高能级城市，优质土储丰富因势而动

在 2021 年中以来的这一轮行业下行周期中，公司不仅表现出了周期波动下拓展的稳健性，同时也把握住了行业出清和土地市场深度调整所带来的拓展机遇。从总量上来看保持拿地节奏，拿地强度领先；从结构上来看，公司抓住市场机遇，在核心城市和核心区域补货，拓展质量更精。

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冰点，房企的投资力度大幅下降，百强房企拿地总额同比下降 48.9%，近 40% 百强房企暂停拿地。土地市场持续降温，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，整体利润情况好转。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 全年拓展项目 91 个，全口径拓展金额 1613 亿元，同比下降 13%，权益拓展金额 1082 亿元，拿地强度 34.7%，基本与 2021 年持平。公司在 2022 年土地市场利润率提升的背景下抓住机遇拿地，一方面有助于

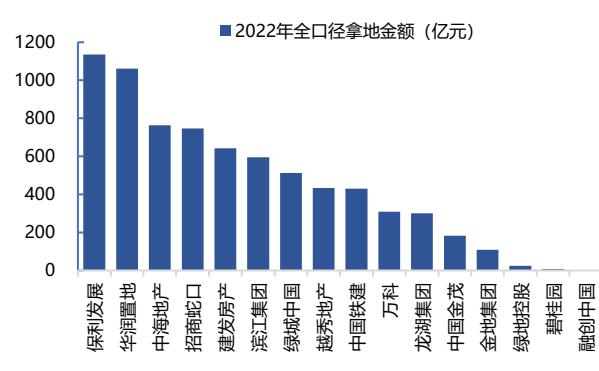
缓解此前土地市场高热度时带来的利润率压力，另一方面随着政策逐步加码，稳地产信号越发强劲，在市场逐步企稳的过程中，公司在 2022 年获取的优质地块有望增强公司在行业复苏阶段的供货能力，率先受益市场企稳。

图表 23：2022 年销售金额排名 TOP15 销售和拿地金额



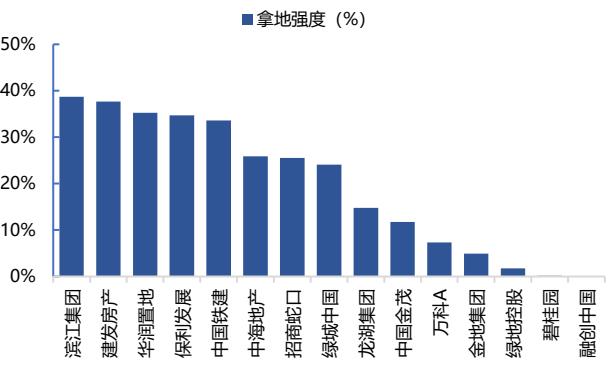
资料来源：克而瑞，信达证券研发中心

图表 24：2022 年 TOP15 房企全口径拿地金额



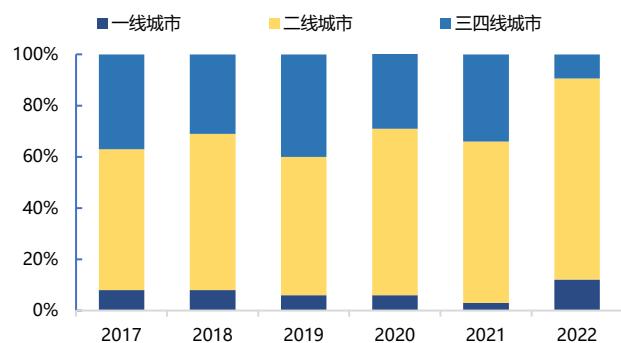
资料来源：公司公告，克而瑞，信达证券研发中心

图表 25：2022 年 TOP15 房企拿地强度

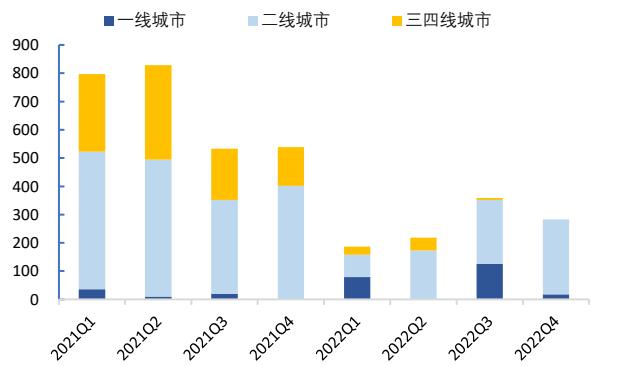


资料来源：公司公告，克而瑞，信达证券研发中心

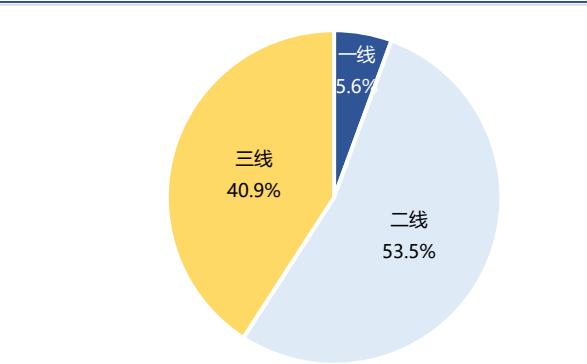
从资源结构上看，2022 年公司向一二线核心城市聚焦，积极获取优质地块。公司在 2022 年拓展项目中，一二线城市占比 94%，一方面与公司坚持的核心城市深耕战略相匹配，另一方面在 2022 年行业下行中，高能级核心城市的销售表现出更高的韧性，我们认为后续市场逐步回暖的过程中，核心城市仍将率先提振，因此公司在一二线城市增加的土地储备未来有望成为去化、流速更好的项目。从单城市来看，公司在广州、上海、南京、合肥、厦门、成都等城市都实现了拓展金额的同比增长。资源结构上更聚焦于韧性强、热度较好的城市，保障后续的销售去化稳定，具体到地块层面，公司在各城市土拍中积极获取核心位置的地块，例如在厦门湖里区、广州海珠区、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，这些核心区域在市场整体下行阶段仍然能保持相对较好的去化和流速，在市场筑底阶段可以保持一定的去化水平，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。

**图表 26: 公司分城市能级新增土储面积占比 (%)**


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

**图表 28: 公司 2021Q1-2022Q4 按能级划分拿地面积 (万平)**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 27: 截至 2022H1 公司待开发土地面积构成 (%)**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 29: 公司 2021Q1-2022Q4 拿地面积及均价**

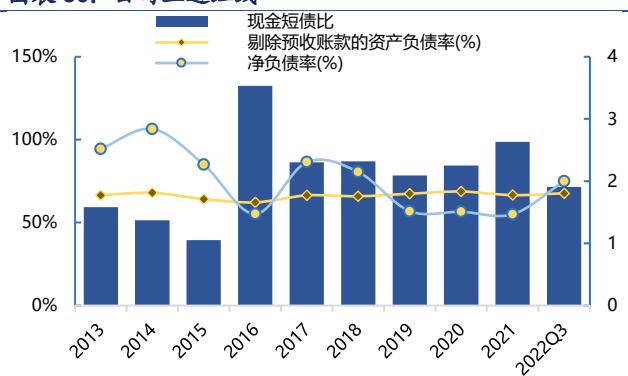

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 5. 融资：融资渠道畅通，定增打开扩表空间

### 5.1. 三道红线保持绿档，金融资源集中度提升下凸显优势

三道红线保持绿档，有息负债规模控制得当。截至 2022 三季度，公司净负债率 75.0%，剔除预收账款的资产负债率 67.7%，现金短债比 1.91 倍，均处绿档，财务杠杆稳健。有息负债规模方面，公司有息负债规模自 2017 年前保持在 1000 亿元左右，2017 年后随着公司拿地积极性提高、扩张加快，公司有息负债规模开始上升，2019 年后公司开始主动降低杠杆，有息负债规模增速放缓至 2.4%，2021 年和 2022 年在行业深度调整阶段，公司凭借财务稳健和国企背景优势享受到融资环境改善的行业红利，有息负债规模增速提升，特别截至 2022Q3 有息负债规模 3701.52 亿元，较 2021 年末增长 8.14%，整体来看有息负债规模稳中求进，规模随公司发展扩张上升，增速在三道红线要求内保持相对平稳增长。

图表 30：公司三道红线



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

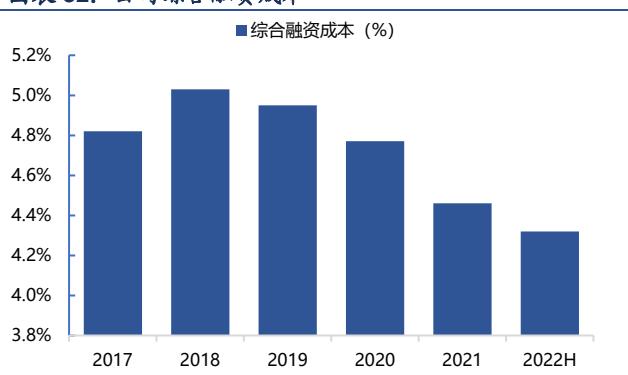
图表 31：公司有息负债规模及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

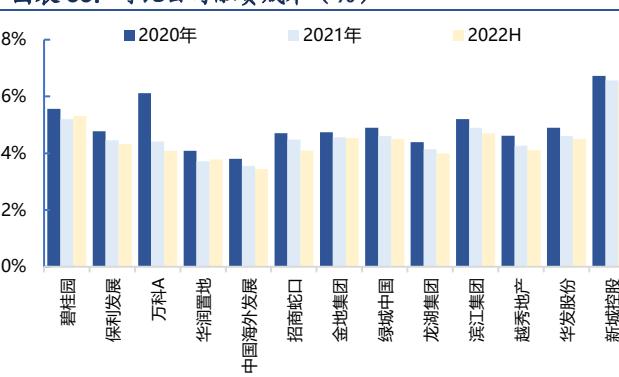
探索多元化融资渠道，降低融资成本。从公司的存量债券来看，平均票面利率为 3.08%，融资类型包括 ABS，公司债，中期票据等多种方式，多元化的融资手段，有助于降低公司融资成本。在 2022 年行业融资环境收紧，房企信用利差扩大的背景下，公司抢抓低成本资源，2022 年上半年公司综合融资成本 4.46%，较 2021 年下降 14bp，保持行业内优势地位。

图表 32：公司综合融资成本



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 33：可比公司融资成本（%）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

金融资源集中度提升下凸显融资优势。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，共发行 51 笔境内债，累计发行 436.21 亿元，在行业金融资源集中度提升下更凸显融资优势。其中 11 笔公司债共 113 亿元，突破借新还旧限制，11 笔中期票据共 150 亿元；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 34: 截至 2022 月 12 月 31 日公司 2022 年债券发行情况**

证券代码	证券简称	发行日期	证券类别	剩余期限	票面利率(发行时)%	到期日期	发行规模(亿元)
138718.SH	22 保利 11	2022-12-13	一般公司债	2.88+2	2.30	2027-12-14	15.00
102282644.IB	22 保利发展 MTN007B	2022-12-05	一般中期票据	4.86	2.80	2027-12-07	5.00
102282643.IB	22 保利发展 MTN007A	2022-12-05	一般中期票据	2.86	2.35	2025-12-07	20.00
102282620.IB	22 保利发展 MTN006B	2022-11-29	一般中期票据	4.84	2.80	2027-12-01	5.00
102282619.IB	22 保利发展 MTN006A	2022-11-29	一般中期票据	2.84	2.30	2025-12-01	20.00
082280941.IB	22 明珠悦汇 ABN004 次	2022-11-15	交易商协会 ABN	0.80	--	2023-11-17	0.00
082280940.IB	22 明珠悦汇 ABN004 优先	2022-11-15	交易商协会 ABN	0.80	2.90	2023-11-17	4.94
193287.SH	至诚 14A	2022-11-02	证监会主管 ABS	0.76	2.39	2023-11-01	9.42
082280826.IB	22 悅汇 ABN003 优先	2022-10-19	交易商协会 ABN	0.72	2.60	2023-10-20	13.58
082280827.IB	22 悅汇 ABN003 次	2022-10-19	交易商协会 ABN	0.72	--	2023-10-20	0.00
180244.SH	至信 12 优	2022-09-29	证监会主管 ABS	0.69	--	2023-09-29	6.24
180243.SH	至信 11 优	2022-09-16	证监会主管 ABS	0.63	2.33	2023-09-15	9.15
102281993.IB	22 保利发展 MTN005	2022-08-29	一般中期票据	2.59	2.75	2025-08-31	5.00
193286.SH	至诚 13A	2022-08-25	证监会主管 ABS	0.57	2.30	2023-08-25	9.33
137623.SH	22 保利 10	2022-08-24	一般公司债	4.58+2	3.40	2029-08-26	3.00
137622.SH	22 保利 09	2022-08-24	一般公司债	2.58+2	2.80	2027-08-26	10.00
180242.SH	至信 7 优	2022-08-18	证监会主管 ABS	0.55	2.37	2023-08-18	8.71
082280710.IB	22 悅汇 ABN002 优先	2022-08-03	交易商协会 ABN	0.51	2.47	2023-08-04	10.70
082280711.IB	22 悅汇 ABN002 次	2022-08-03	交易商协会 ABN	0.51	--	2023-08-04	0.00
082280707.IB	22 悅汇 ABN001 优先	2022-07-27	交易商协会 ABN	0.49	2.50	2023-07-28	14.99
082280708.IB	22 悅汇 ABN001 次	2022-07-27	交易商协会 ABN	0.49	--	2023-07-28	0.00
082280705.IB	22 前海悦和 ABN006 优先	2022-07-26	交易商协会 ABN	0.48	2.51	2023-07-25	7.70
082280706.IB	22 前海悦和 ABN006 次	2022-07-26	交易商协会 ABN	0.48	--	2023-07-25	0.00
137529.SH	22 保利 08	2022-07-20	一般公司债	4.48+2	3.28	2029-07-22	5.00
137528.SH	22 保利 07	2022-07-20	一般公司债	2.48+2	2.89	2027-07-22	15.00
082280688.IB	22 前海悦和 ABN005 次	2022-07-18	交易商协会 ABN	0.47	--	2023-07-19	0.00
082280687.IB	22 前海悦和 ABN005 优先	2022-07-18	交易商协会 ABN	0.47	2.58	2023-07-19	9.52
102281528.IB	22 保利发展 MTN004	2022-07-11	一般中期票据	2.45	2.90	2025-07-13	20.00
183337.SH	永乐 12 优	2022-07-07	证监会主管 ABS	0.43	2.62	2023-07-06	3.00
180241.SH	至信 6 优	2022-07-06	证监会主管 ABS	0.42	2.60	2023-06-30	9.84
185914.SH	22 保利 06	2022-06-24	一般公司债	4.41+2	3.40	2029-06-28	10.00
185913.SH	22 保利 05	2022-06-24	一般公司债	2.41+2	3.00	2027-06-28	10.00
082280638.IB	22 前海悦和 ABN004 次	2022-06-21	交易商协会 ABN	0.39	--	2023-06-20	0.00
082280637.IB	22 前海悦和 ABN004 优先	2022-06-21	交易商协会 ABN	0.39	2.65	2023-06-20	8.29
102281294.IB	22 保利发展 MTN003B	2022-06-15	一般中期票据	4.38	3.38	2027-06-17	10.00
102281293.IB	22 保利发展 MTN003A	2022-06-15	一般中期票据	2.38	2.95	2025-06-17	15.00
193285.SH	至诚 12A	2022-06-10	证监会主管 ABS	0.36	2.63	2023-06-09	7.70
183970.SH	至信 2 优	2022-06-01	证监会主管 ABS	0.33	2.55	2023-05-31	7.80
185827.SH	22 保利 04	2022-05-30	一般公司债	4.34+2	3.40	2029-06-01	15.00
185826.SH	22 保利 03	2022-05-30	一般公司债	2.34+2	2.89	2027-06-01	15.00
183909.SH	至信 1 优	2022-05-25	证监会主管 ABS	0.30	2.57	2023-05-19	9.70
102281121.IB	22 保利发展 MTN002	2022-05-24	一般中期票据	2.32	2.80	2025-05-26	30.00
193283.SH	至诚 11A	2022-05-18	证监会主管 ABS	0.29	2.60	2023-05-16	7.05
082280502.IB	22 悅和 ABN003 次	2022-05-12	交易商协会 ABN	0.28	--	2023-05-12	0.00
082280501.IB	22 悅和 ABN003 优先	2022-05-12	交易商协会 ABN	0.28	2.62	2023-05-12	10.43
102281008.IB	22 保利发展 MTN001B	2022-04-26	一般中期票据	4.25	3.51	2027-04-28	5.00
102281007.IB	22 保利发展 MTN001A	2022-04-26	一般中期票据	2.25	2.95	2025-04-28	15.00
185694.SH	22 保利 02	2022-04-19	一般公司债	4.24+2	3.59	2029-04-21	10.00
185693.SH	22 保利 01	2022-04-19	一般公司债	2.24+2	2.96	2027-04-21	5.00
082280276.IB	22 前海悦和 ABN002 次	2022-03-25	交易商协会 ABN	0.15	--	2023-03-24	0.00
082280275.IB	22 前海悦和 ABN002 优先	2022-03-25	交易商协会 ABN	0.15	2.85	2023-03-24	5.13

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 5.2. 股权融资开闸, 定增预案落地助力规模加速

11月28日, 证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问, 宣布证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施, 包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥不动产投资信托基金盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用等举措。5项措施标志着阔别多年的上市房企和涉房上市公司股权融资开闸, 我们认为政策出台后一方面改善房地产行业主体资产负债结构, 解决此前债券融资和信贷融资的落地难点, 为市场注入强心剂, 加速市场化解风险进程; 另一方面政策明确允许上市房企非公

开方式再融资、允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产，对于保利发展等经营稳健的国企而言，定增开闸有望增厚资产、进一步提升资金实力，并购重组有望助力于规模扩张、提升市占率。

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 35：定增募集资金用途

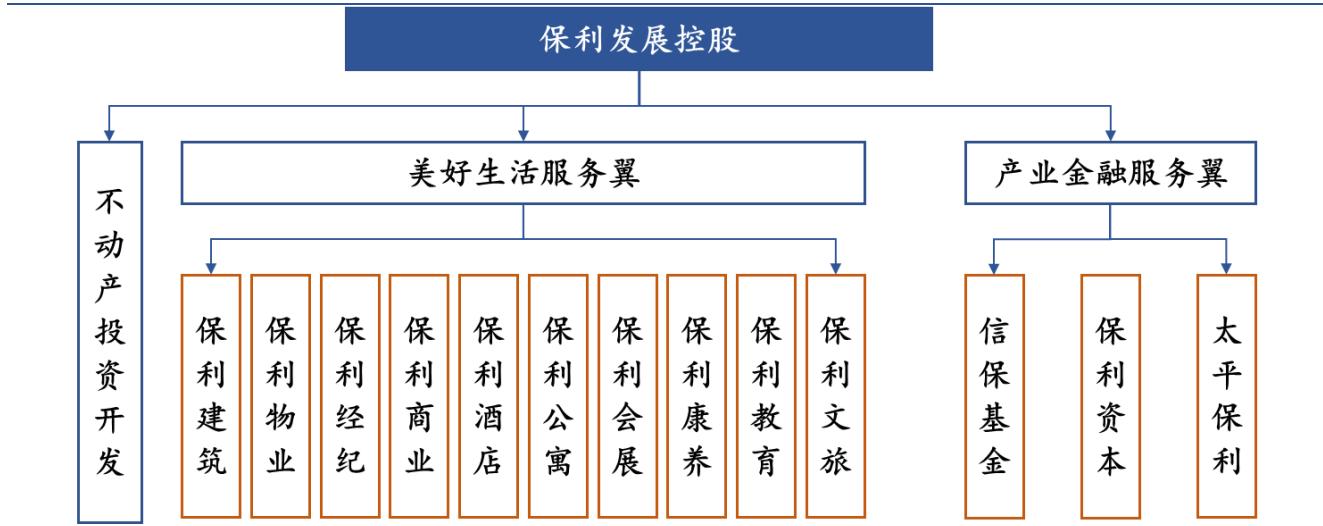
序号	项目名称	总投资金额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）	预计销售额（万元）	项目销售净利率（%）
1	广州保利领秀海	669,782	145,000	738,573	6.87%
2	西安保利天汇	558,010	125,000	654,426	9.60%
3	大连保利城	321,844	110,000	358,223	6.80%
4	合肥保利和光熙悦	312,835	90,000	361,681	8.43%
5	中山保利天汇	486,121	85,000	571,637	7.66%
6	南京保利阅云台	485,964	85,000	554,900	7.64%
7	西安保利锦上	311,323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

## 6.一主两翼，物业拆分，新增量驱动长期发展

2016 年，公司在基本完成产业链上下游布局的基础上，提出“以不动产投资开发为主，以综合服务和不动产金融为翼”的“一主两翼”战略，后升级为以“美好生活服务”和“产业金融服务”为翼，致力于打造不动产生态发展平台，其核心是通过产业上下游的打通，实现三者协同的作用。2019 年保利物业成功赴港上市，这也是其战略落地的重要一步。

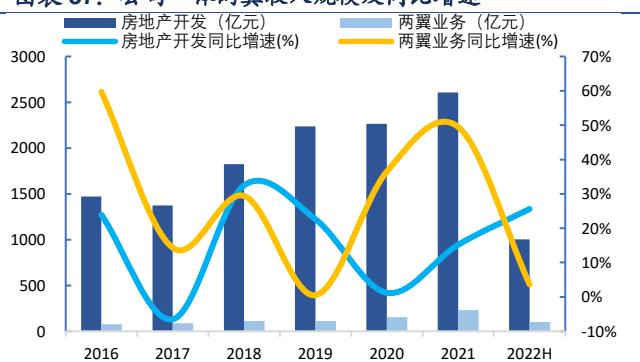
图表 36：公司一体两翼业务结构图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

根据营收构成来看，2022 上半年房地产投资开发业务实现营业收入 1001.5 亿元，同比增长 25.6%，占总收入比重 90.5%，开发业务仍为公司主要收入来源；“两翼业务”营收 102.4 亿元，同比增长 3.6%，增速放缓，占总收入比重持续提升至 9.2%，战略价值持续凸显。

图表 37：公司一体两翼收入规模及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 38：公司营业收入构成比例 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 6.1.美好生活服务翼：业绩稳增价值持续释放

通过延展不动产的全产业链，公司有效整合行业生态系统资源，建筑、物业、代理、资产经营等业务已达百亿量级，同时又从客户与社区需求出发，在文旅、会展、康养、教育、金服等领域形成精品服务体系。

**物业拆分独立上市，业绩稳增价值持续释放。**2019 年保利物业在港交所成功上市，是公司“一主两翼”战略落地最重要的一环。保利物业在物业服务百强企业中排名第三，在具有央企背景的物业服务企业中综合实力排名第一。2022 年上半年保利物业实现营收 64.49 亿元，同比增长 25.2%，其中基础物业服务占比 61.3%，非业主增值服务和社区增值服务占比提升。物业板块合同管理面积 7.32 亿平，在管面积 5.23 亿平，其中来自母公司

输送的项目占比 40.6%，第三方拓展项目占比 59.4%，较 2021 年提升 0.4pct，外拓能力增强，管理能力得以验证。公司不仅在住宅领域凭借扎实的服务品质与品牌影响力不断拓展，在非住宅领域也凭借丰富的管理经验加速拓展，2022 年上半年非住业态收入占比提升至 38.9%，形成了高校及教研物业、城镇景区、轨道及交通物业、医院、政府办公楼、城市公共设备等多业态的全国化布局和领先优势。

图表 39: 保利物业营业收入及同比增速



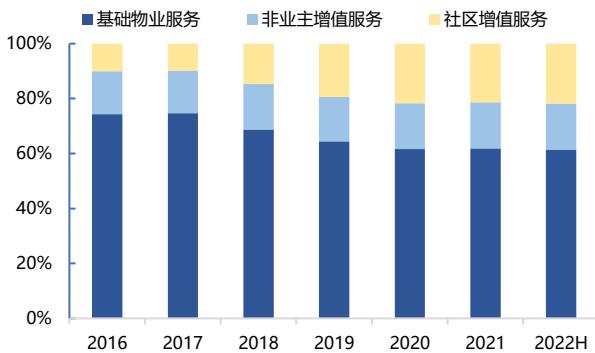
资料来源：保利物业公告，信达证券研发中心

图表 41：保利物业在管面积及同比增速



资料来源：保利物业公告，信达证券研发中心

图表 40: 保利物业各业务板块营收占比 (%)



资料来源：保利物业公告，信达证券研发中心

图表 42: 保利物业合约面积及同比增速



资料来源：保利物业公告，信达证券研发中心

商业、酒店管理等板块加大投入，管理收入或成为新的增长点。截至 2022 年中，公司商业板块开业购物中心 34 个，开业面积 231 万平方米，在营及筹建项目分布于广州、上海、武汉等 38 个城市；酒店管理板块已开业酒店、会议中心 22 个，客房数近 5700 间；公寓板块开业及筹开项目 49 个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市。

图表 43: 公司购物中心项目分布



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 6.2. 不动产金融翼：资本赋能产业，产融结合新生态

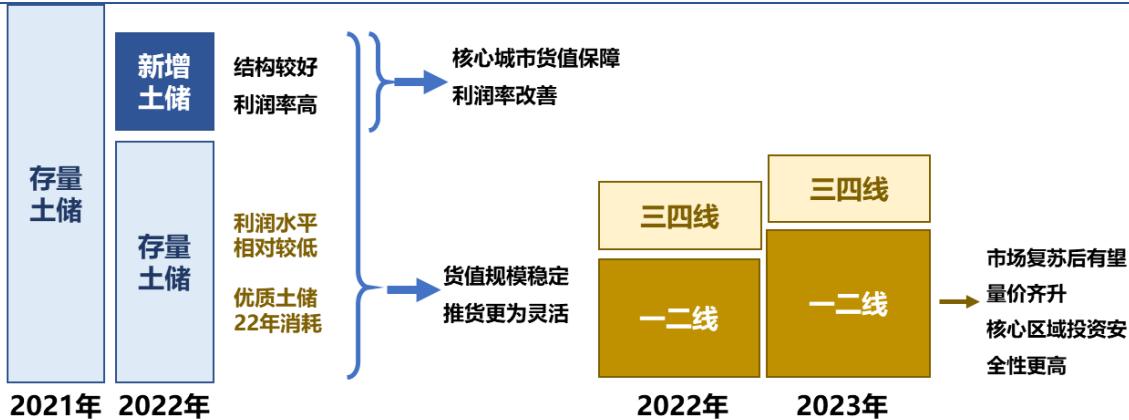
公司重视资本对产业的赋能，以产融结合为经营理念，是国内较早设立不动产私募基金的公司之一。当前公司拥有三家不动产基金管理机构，分别为信保基金、保利资本、太平保利公司。保利发展在产业基金、资产证券化、创新型产业孵化与资本运作上，具备先发优势与实战能力。公司三家不动产基金管理机构累计管理基金规模逾 1700 亿元，其中信保基金、保利资本均获《中国房地产金融》2021 年度“中国最具实力房地产基金 TOP10”。

## 7.格局重塑凸显成长价值

我们认为当前房地产行业在短、中、长期存在三大格局重塑的机遇，公司凭借短期供给、中期融资和经营、长期全国化逻辑等禀赋优势，叠加近年来表现出的积极进取，公司有望在行业三大格局重塑中把握行业变革的机遇，穿越周期走向行业第一。

### 7.1.格局重塑一：短期市场分化加剧，稳健穿越周期强者更强

图表 44: 短期格局重塑逻辑



资料来源：信达证券研发中心整理

#### 7.1.1. 市场变化：拿地规模收缩，土地利润水平好转，城市分化明显

短期从拿地端和城市端来看，本轮行业下行周期中呈现三大特点：1) 房企拿地规模收缩。2021下半年以来房企信用危机导致土地市场热度骤降，面对偿债压力和不确定的市场环境，许多房企特别是部分头部民企停止或大幅收缩拿地规模。2) 土地利润水平好转。相较2021年首次集中供地，在经历2021年后两轮市场遇冷之后，2022年集中供地地块利润空间较充足，同时配建要求降低，地方政府让利房企明显。3) 有效市场边界收缩，核心城市核心区域表现出更高的热度和韧性。本轮下行周期以来，城市间在销售增速和去化、流速等方面表现出了明显分化，从销售金额来看，北京、上海两个一线城市表现出更稳定的态势，上半年跌幅较小（上海4月和5月受疫情影响），下半年低基数下跌幅收窄甚至转正，并且上海在疫情影响减弱后市场较快反弹，全年销售金额逆势增长10%，体现出核心热点城市的需求韧性；二线城市中青岛也维持稍好的热度，同比个位数回落。从全年销售体量来看，杭州、合肥两个二线城市回落至2019年，市场热度较好，而重庆和天津则分别回落至2015年和2014年，回落幅度较大。从去化情况来看呈现出相同特点，北京、上海新开盘去化下半年仍基本能维持相对较高水平（个别月份去化率较低可能由于当月新开盘项目结构性原因），而重庆、济南、宁波、武汉等城市新开盘率则持续低位运行。

**图表 45: 2022 年重点城市统计局口径销售情况**

当月销售金额同比增速(%)	上海	北京	杭州	重庆	天津	合肥	青岛	南宁	贵阳	惠州	中山
2022-02	-2.6%	-16.3%	-30.7%	-23.9%	-33.0%	-26.1%	8.1%	-9.8%	9.1%	-39.4%	-50.4%
2022-03	-3.4%	-14.6%	-54.3%	-34.3%	-39.7%	-8.4%	-9.8%	-22.4%	-18.7%	-28.1%	-46.5%
2022-04	-74.6%	-26.3%	-51.6%	-34.4%	-45.9%	-55.8%	-41.9%	-30.7%	-19.4%	-45.6%	-61.4%
2022-05	-49.2%	-10.3%	-50.4%	-65.8%	-57.0%	-20.4%	-14.6%	-22.2%	3.4%	-4.9%	-32.8%
2022-06	-0.9%	7.6%	-28.5%	-50.2%	-27.5%	-24.1%	-0.6%	-17.0%	0.1%	-34.1%	48.2%
2022-07	48.3%	-44.5%	-29.4%	-65.0%	-41.8%	-30.9%	-2.0%	-48.8%	-49.1%	-23.5%	-27.8%
2022-08	57.0%	13.2%	-21.3%	-53.5%	-39.7%	-44.3%	-1.7%	-45.9%	-21.3%	-1.3%	-23.2%
2022-09	32.4%	-4.0%	-10.5%	-38.0%	-10.4%	-42.3%	12.2%	-11.9%	-73.4%	-12.6%	-23.4%
2022-10	4.7%	12.8%	-10.2%	-36.7%	-29.0%	-16.5%	8.2%	-42.8%	-50.0%	-22.1%	-28.6%
2022-11	18.3%	-19.7%	-25.3%	-84.8%	-27.5%	9.1%	0.4%	-39.9%	-25.8%	-53.7%	-
2022-12	36.2%	-12.5%	-16.0%	-57.6%	-22.2%	-18.8%	18.6%	-50.6%	-38.1%	5.0%	-
2022年累计同比增速(%)	10.0%	-11.4%	-31.2%	-48.8%	-34.7%	-26.3%	-3.8%	-28.6%	-28.0%	-26.4%	-23.8%
2022年销售规模回落至年份	2021	2020	2019	2015	2014	2019	2017	2015	2017	2016	2014

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 46: 2022 年重点城市当月新开去化率情况**

开盘去化率(%)	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月
上海	72%	63%	52%	73%	79%	62%	83%
北京	68%	98%	72%	75%	40%	22%	46%
广州	-	14%	22%	24%	23%	-	-
深圳	39%	26%	33%	46%	48%	26%	43%
无锡	-	64%	54%	4%	21%	-	-
长沙	67%	62%	53%	61%	45%	63%	59%
东莞	-	59%	47%	23%	60%	29%	28%
青岛	-	59%	35%	30%	66%	-	-
杭州	75%	58%	62%	70%	69%	67%	84%
成都	50%	54%	70%	30%	25%	71%	66%
西安	56%	48%	50%	45%	38%	-	-
苏州	48%	43%	-	54%	40%	32%	45%
合肥	-	43%	55%	67%	78%	56%	74%
重庆	32%	40%	25%	33%	19%	19%	50%
济南	-	39%	28%	30%	26%	23%	27%
厦门	39%	33%	40%	68%	50%	-	-
宁波	28%	30%	28%	10%	17%	-	-
武汉	10%	29%	13%	11%	32%	17%	31%
南京	12%	26%	13%	14%	22%	18%	32%
天津	16%	20%	43%	34%	16%	15%	22%
佛山	-	12%	15%	19%	13%	-	-
常州	14%	9%	13%	9%	12%	6%	10%

资料来源: 克而瑞, 信达证券研发中心

### 7.1.2. 格局重塑: 供给端分化短期内向销售和利润端演进

从当前来看, 政策稳地产决心更为明显, 我们认为后续市场企稳回升的确定性较大, 基于市场在 2022 年发生的三个重大变化, 我们认为后续市场在企稳回升过程中, 供给端的分化决定企业之间短期内的销售和利润的分化。

从总土储来看, 截至 2022 年上半年百强房企总货值门槛较 2021 年末下降 20%, 在行业下行和资金压力下, 一方面部分房企受制于资金压力, 收缩或停止投资规模, 货值整体下降, 另一方面面对销售的不确定性, 房企投资也更为审慎。土储货值规模收缩一方面限制了房企在市场修复后的推货节奏, 另一方面从 2022 年城市间的分化来看, 核心城市核心区域的销售相对坚韧, 企业在这些区域的推货也更加积极, 而市场热度差的城市企业推货节奏也较慢, 因此我们判断企业的存量土储结构也相应下降, 另外考虑到前几年的土地利润率水平较低, 存量土储的整体利润率水平可能也较低。

因此，我们认为新增土储的质量优于存量土储，在 2022 年新增拓展更多的房企不仅能够保持货值储备规模稳定，提高推货灵活性，也能够通过新增土储改善土储结构、提升利润水平，实现强者更强的竞争格局。

### 7.1.3. 保利发展：新增拿地规模第一，核心城市拓展增加

**土储丰富推货节奏灵活，销售规模有望迈向 TOP1。**我们复盘了 2022 年销售金额 TOP50 中持续补货拿地房企的新增货值占百强房企比重，仅有 15 家房企新增货值市占率提升，其中保利发展市占率提升 2.6pct，新增货值 2514.8 亿元位列第一名，另外从存量土储来看，根据克而瑞口径，截至 2022 年上半年，公司总土储货值 26191.0 亿元位列百强房企第一名，足够覆盖公司 4-5 年的销售金额，存量和新增的丰富储备货值有助于公司根据市场变化灵活调整推货节奏，提升公司的销售弹性，实现销售规模、市占率提升。

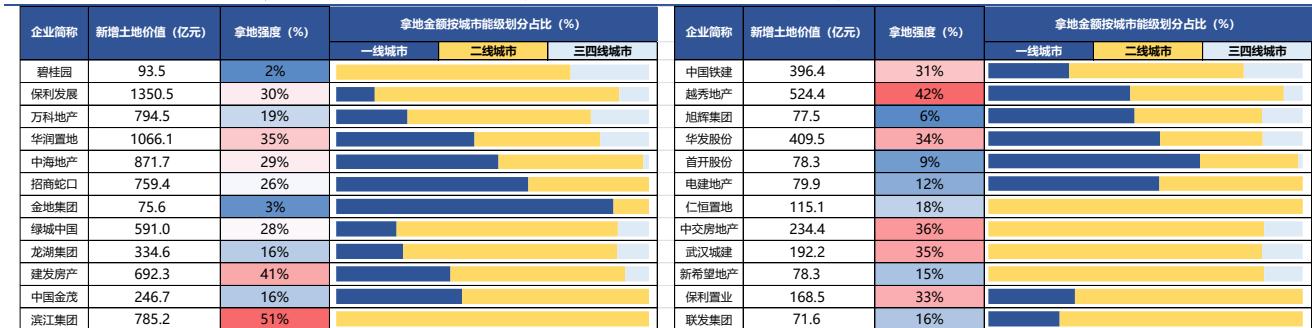
**核心城市拓展规模增加，有效市场边界内竞争力提升。**从结构来看，在 2022 年城市市场分化的背景下，房企新增拿地也基本聚焦于一二线城市，公司 2022 年新增拿地金额中一二线城市占比超过 90%，结合总拿地金额来看，公司一二线城市新增土储位列百强房企第一名，其中上海、广州、南京、合肥、厦门、成都等成交热度和韧性较好的一二线城市都实现了拓展金额同比正增长，拓展土地的区域位置质量也在提升。我们认为 2023 年销售将延续城市分化，特别在政策放松不断靠近核心区域的过程中，增加对核心区域的布局不仅投资安全性更高，也会通过提升市占率来提升公司在后续市场的有效市场边界内的竞争力。

图表 47：TOP50 房企中持续拿地的房企 2022 年销售和新增货值市占率变化

企业简称	2022年				2021年				销售市占率变动 (%)	新增货值市占率变动 (%)
	全口径销售金额 (亿元)	百强销售市占率 (%)	新增土地货值 (亿元)	百强新增货值市占率 (%)	全口径销售金额 (亿元)	百强销售市占率 (%)	新增土地货值 (亿元)	百强新增货值市占率 (%)		
碧桂园	4643.0	7.77%	185.9	0.5%	7588.2	6.0%	5833.2	6.7%	1.7%	-6.1%
<b>保利发展</b>	<b>4573.0</b>	<b>7.65%</b>	<b>2514.8</b>	<b>7.2%</b>	<b>5385</b>	<b>4.3%</b>	<b>3995.1</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.6%</b>
万科地产	4202.2	7.03%	1716.2	4.9%	6203	4.9%	3940.3	4.5%	2.1%	0.4%
华润置地	3013.0	5.04%	2393.8	6.9%	3158	2.5%	2843.4	3.3%	2.5%	3.6%
中海地产	2955.0	4.94%	1787	5.1%	3710	2.9%	3372.0	3.9%	2.0%	1.3%
招商蛇口	2926.3	4.90%	1466.8	4.2%	3268.1	2.6%	2414.4	2.8%	2.3%	1.4%
金地集团	2218.0	3.71%	158.1	0.5%	2865.3	2.3%	1491.5	1.7%	1.4%	-1.3%
绿城中国	2128.1	3.56%	1036	3.0%	2665.9	2.1%	3064.3	3.5%	1.4%	-0.5%
龙湖集团	2032.7	3.40%	670.6	1.9%	2900.9	2.3%	2880.7	3.3%	1.1%	-1.4%
建发房产	1703.2	2.85%	908.5	2.6%	1711.3	1.4%	1766.6	2.0%	1.5%	0.6%
中国金茂	1550.0	2.59%	488.7	1.4%	2356	1.9%	2017.7	2.3%	0.7%	-0.9%
滨江集团	1539.3	2.58%	1543.2	4.4%	1691.3	1.3%	1057.4	1.2%	1.2%	3.2%
中国铁建	1281.0	2.14%	944	2.7%	1428.8	1.1%	1562.1	1.8%	1.0%	0.9%
越秀地产	1260.0	2.11%	1162.4	3.3%	1182	0.9%	1666.3	1.9%	1.2%	1.4%
旭辉集团	1237.2	2.07%	174.4	0.5%	2472.5	2.0%	1698.5	1.9%	0.1%	-1.4%
华发股份	1202.4	2.01%	717.6	2.1%	1218.9	1.0%	292.8	0.3%	1.0%	1.7%
新城控股	1165.3	1.95%	35.5096	0.1%	2340	1.9%	2164.9	2.5%	0.1%	-2.4%
远洋集团	1003.9	1.68%	16.776	0.0%	1360.1	1.1%	709.4	0.8%	0.6%	-0.8%
首开股份	869.2	1.45%	107.1	0.3%	1180	0.9%	808.3	0.9%	0.5%	-0.6%
电建地产	685.1	1.15%	151.1	0.4%	875.7	0.7%	494.4	0.6%	0.5%	-0.1%

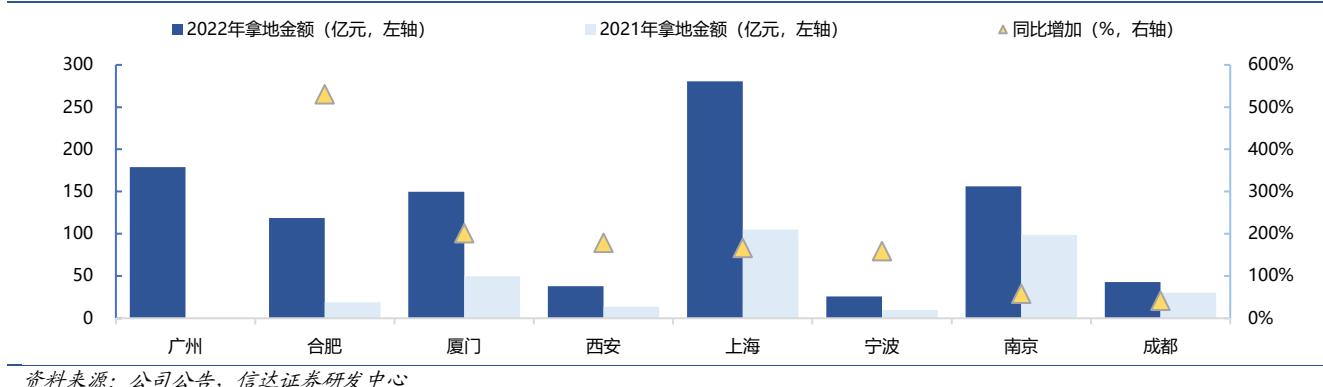
资料来源：克而瑞，中指研究院，信达证券研发中心

图表 48：TOP50 房企中持续拿地的房企 2022 年新增土地价值及城市能级分布



资料来源：克而瑞，信达证券研发中心

图表 49：公司在重点城市拿地金额变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

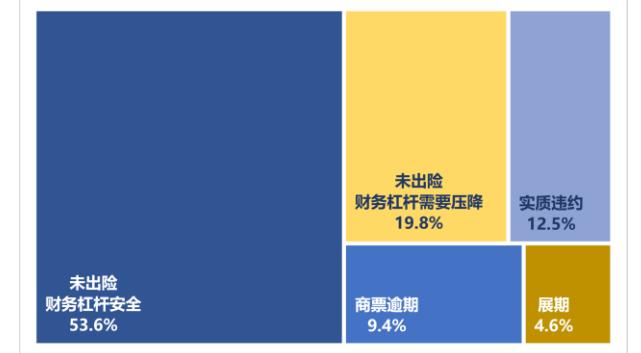
## 7.2.格局重塑二：中期新平衡下民企被动收缩，融资优势有望助力有效扩表

### 7.2.1. 市场变化：新资金平衡模式产生，中期民企被动收缩

2021 年四季度以来，资金压力下部分民企信用暴雷，目前民企分为三类：1) 公开市场债券违约或展期；2) 公开市场尚未违约或展期，但商票和信托违约；3) 尚未违约。我们认为三类民企未来发展趋势有所不同：

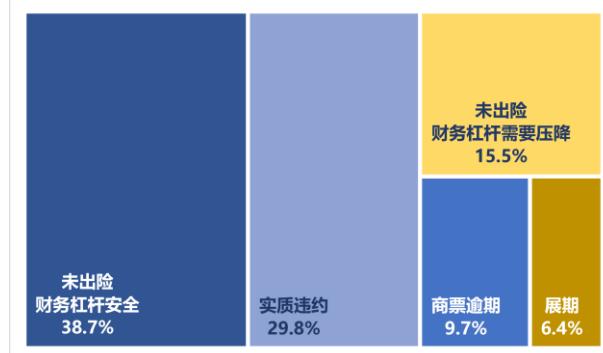
- **公开市场债券违约或展期的房企：产能永久或将丧失。**在公开市场违约和展期的房企，在后续的经营中一方面在偿债重压下，需要加大现金支付比例、降低周转速度，新开工和施工都受到极大限制；另一方面公开市场信用暴雷，无法获得新增开发贷，存量未开发土地也无法开工复产，因此仅有部分存量项目继续进行开发和销售来弥补债权人和业主方的损失，化解行业风险，而未来产能或将永久丧失。该类企业百强房企 2021 年全口径销售金额中占 36.2%，2022 年中占 17.1%。
- **尚未在公开市场违约，但商票或信托违约：产能暂时丧失。**这类房企尚未在公开市场违约，但商票和信托出现违约，对于这类房企而言，市场销售恢复后的当务之急是把杠杆降低到安全水平，避免后续在公开市场发生违约，因此也要收缩现金支付、降低投资，在杠杆水平调整到安全水平前，暂时性的产能丧失是不可避免的，杠杆降至安全边际、偿还已违约融资后才有扩表可能性。该类企业百强房企 2021 年全口径销售金额中占 9.7%，2022 年中占 9.4%。

图表 50：2022 年百强房企违约情况



资料来源：克而瑞，中指研究院，信达证券研发中心

图表 51：2021 年百强房企违约情况



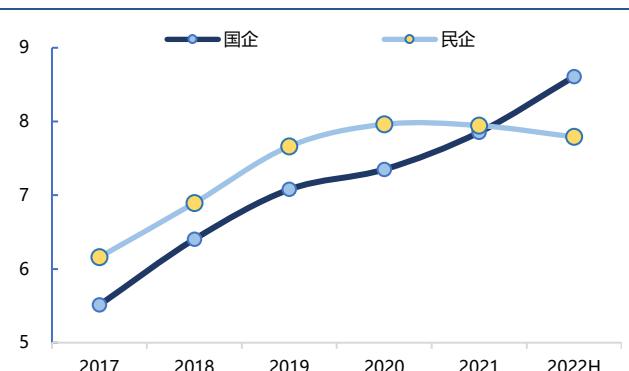
资料来源：克而瑞，中指研究院，信达证券研发中心

- **尚未违约的房企：新资金平衡下短期内面临收缩问题。**这一类房企受益于稳健的经营，在市场下行、融资受阻的背景下仍能保持公开市场和商票、信托均未违约，短期内不会丧失产能，可以保持较为稳健的经营迎来销售企稳。但即使是这部分房企，短期内也面临着新资金平衡下的收缩问题。**资金来源方面：**1) 销售回款受到预售资金监管，资金流入速度放缓。2) 融资渠道受阻，融资借款减少。目前针对开发企业融资监管的政策仍未

放松，在化解房地产风险的背景下，后续对于有息负债规模、涉房贷款和非标融资等方面的监管短期内不会退出，民企融资渠道受限，融资借款资金来源也会减少。在资金支出方面：债务压力仍存，融资还款支出增加。2022年到2024年，房企都面临着较高的债务到期规模，融资还款支出将较过去增加。在现金流减少，资金支出增加的背景下，维持新的资金平衡的最优选择就是减少拿地金额支出，叠加2014年去库存开始商品房存量逐步减少，民企减少拿地影响后续销售，规模收缩已是大势所趋。

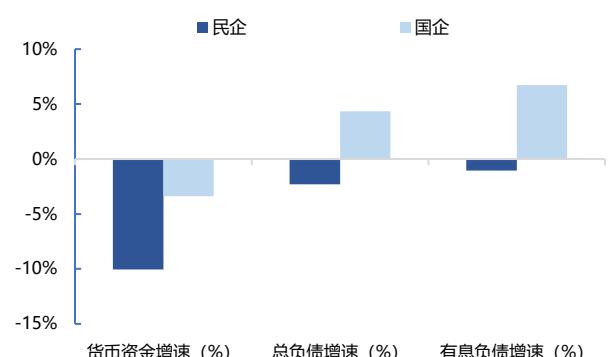
从尚未违约且三道红线保持绿档的25家典型房企中民企和国企的对比来看，2022H1民企整体权益乘数收窄，货币资金大幅下降，总负债规模和有息负债规模均下降，而形成对比的是国企权益乘数持续提升，负债规模提升。

图表 52：典型房企权益乘数变化（倍）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图表 53：典型房企货币资金、总负债和有息负债 22H 增速

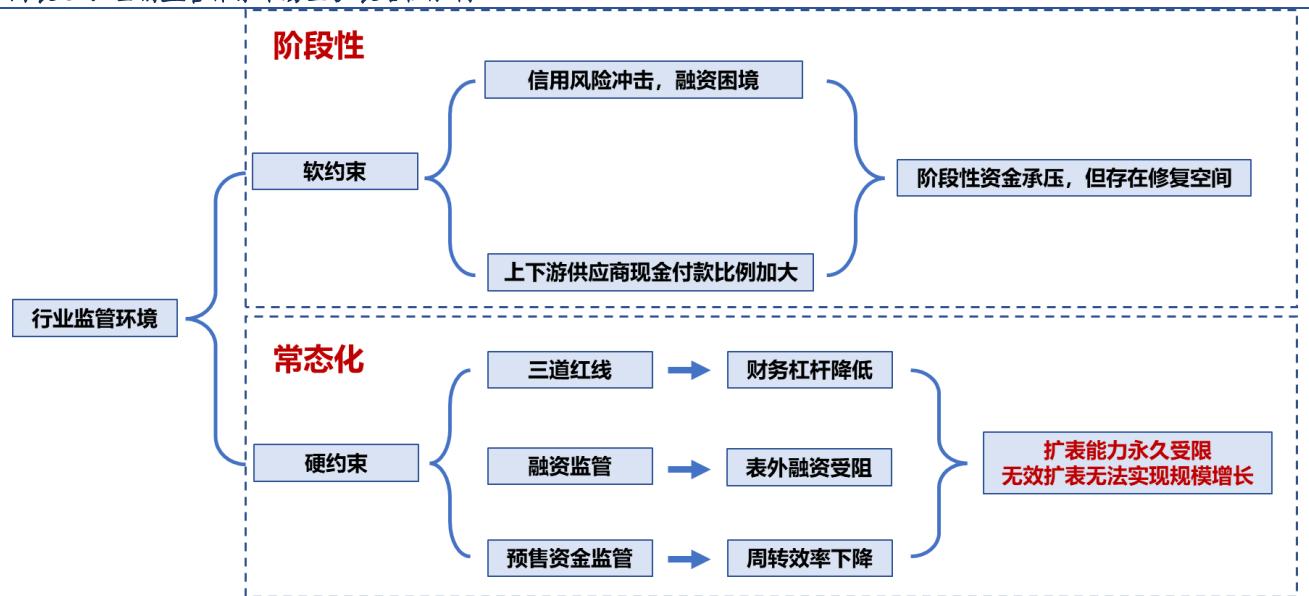


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

### 7.2.2. 格局重塑：扩表软硬双约束下，有效扩表才能实现规模增长

随着市场逐步企稳，具备哪些条件的房企才能实现扩表，从而吸收市场份额实现规模增长？我们认为在当前的监管体系下，无论是民企还是国企的扩表都面临着软硬两层约束：

图表 54：当前监管体系下房企扩表路径限制



资料来源：信达证券研发中心整理

**软约束方面：**由于行业信用风险事件，造成开发商融资受阻以及上下游供应商现金付款比例增加，这种阶段性软约束带来的资金困境随政策落地和基本面逐步企稳有望缓解。

**硬约束方面：**三道红线造成的财务杠杆降低、融资监管造成的表外融资受阻以及预售

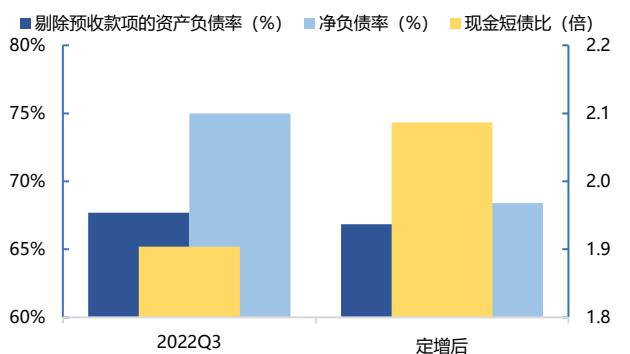
资金监管导致的周转效率下降，已成为限制房企扩表能力的常态化硬约束。从目前融资端政策方向来看，短期内这三重硬约束指标较难打破。

我们认为软约束随着市场逐步企稳差异或逐步降低，中期扩表能力的核心在于如何突破常态化监管的硬约束，突破硬约束的方向可能有三种：1) 改善资产负债结构，打开有息负债增长空间；2) 通过母公司或集团支持形成表外融资能力；3) 货值弹性高、去化周期快，提升资金周转。能够突破硬约束的房企将在接下来的行业竞争格局中抢占先机，实现规模扩张和弯道超车。

### 7.2.3. 保利发展：定增打开硬约束空间，国企禀赋融资优势彰显

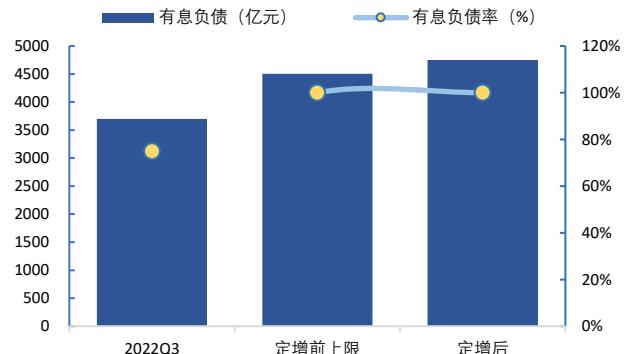
公司于 2022 年发布定增预案，拟募资不超过 125 亿元用于广州保利领袖海等 14 个项目和补充流动资金 15 亿元，定增完成后公司的三道红线财务指标有望进一步优化，剔除预收账款的资产负债率下降 0.8pct，净负债率下降 6.6pc，现金短债比上升 0.18 倍。假设资产负债比不变，预计为公司释放 440 亿元负债空间；按净负债率上限 100% 计，定增后最多可为公司释放 250 亿元有息负债，打开了三道红线的硬约束空间。

图表 55：定增完成前后三道红线变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 56：定增完成前后有息负债规模变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 7.3. 格局重塑三：长期穿透规模增长逻辑，全国化更具优势

### 7.3.1. 全国化扩张本质：资源自由流动&新增资本投入

**规模增长的本质：**规模增长率近似于 ROE。判断房企未来是否能够继续增长的依据是利润和收入规模的增长，我们从收入规模增长影响因子模型入手来探讨影响行业增长的核心因素。不考虑规模增长结算周期的情况下，收入规模约等于公司的销售额，因此以销售额代表动态的营收：

$$\text{销售额} = \text{权益} \times \text{权益乘数} \times (\text{剔除预收的})\text{资产周转率}$$

$$1 + \text{销售增长率} = (1 + \text{ROE}) \times \left( \frac{1 + \ell_{-\text{rec,期初}}}{1 - \ell_{-\text{rec,期末}}} \right) \times \text{周转率变动因子}$$

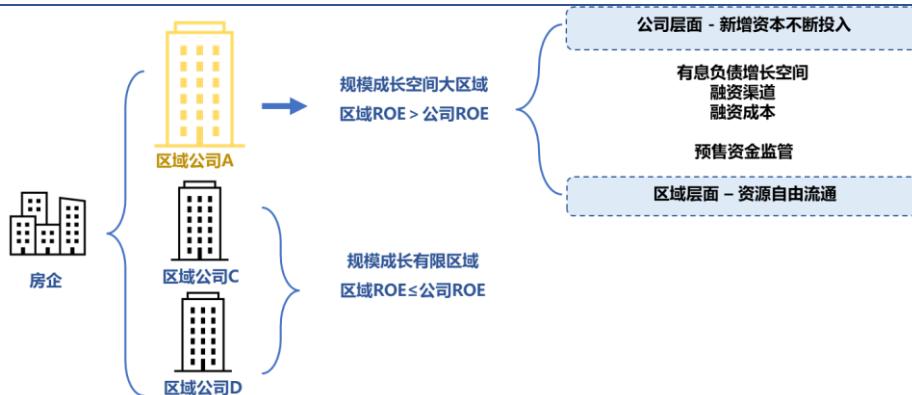
房企销售规模增长主要由 ROE 驱动，也会受到杠杆率和周转率的影响，在重资产业务下，房企的杠杆率和周转率变动的影响较小，销售规模的增长率近似于 ROE，因此收入规模的增长主要由 ROE 来驱动。

**全国化扩张的本质：**资源自由流动和新增资本不断投入。我们将房企近似看成 N 个区域公司的组合，组合整体的销售增速近似于 ROE，但不同的区域公司之间 ROE 有差异，在竞争饱和的区域，考虑到市占率提升空间有限等因素，增加资源投入很难提高该区域的 ROE，

但对于公司新进入的市场，新增资源投入能实现更高的销售增速。

资源投入可以有两个层面：1) 公司层面投入新增资本。从公司整体层面来看，可以通过母公司向区域项目公司增加资本投入的方式来进行，例如增加有息负债规模用于对规模扩张区域进行投入，从而增加拿地，提升销售规模。2) 区域层面进行跨区域调配。假设公司没有新增资本投入，也不能进行资源调配，那么公司在各区域的拿地规模与销售规模一致，区域无法实现超过于 ROE 的规模增长。但在可以进行区域资源调配的情况下，对于规模成长空间有限的区域，在满足资金投入后，剩余资金投入到规模增长区域进行投资拿地。

图表 57：房企规模增长本质

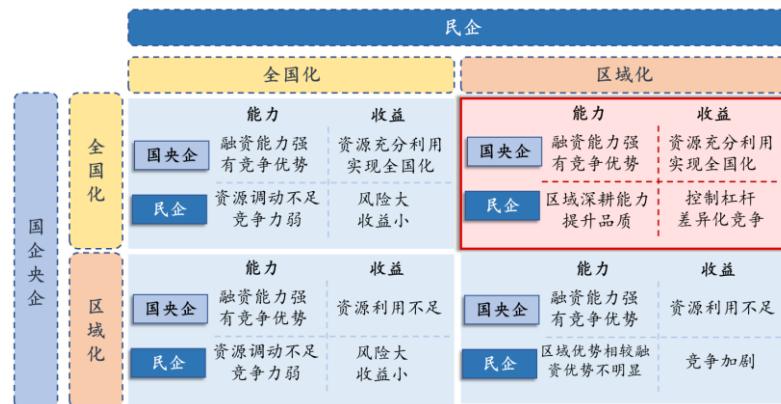


资料来源：信达证券研发中心

### 7.3.2. 保利发展：竞争格局分化下掌握先发优势，关注特色估值体系下国央企定位机会

全国化过程中，保利发展作为龙头房企，在新增资本投入和资源自由流通两方面掌握着规模扩张的先发优势：1) **新增资本投入**：在本轮行业下行中，龙头民企受到流动性危机影响和扩表硬约束，整体有息负债规模收缩，未来可能也较难突破硬约束的限制，而保利发展作为稳健经营的龙头国企，融资渠道畅通，并且在融资政策逐步放松的过程中，融资成本也进一步下降，同时随着股权融资放开，公司顺利完成定增后，也会为有息负债规模释放空间，因此公司在新增资本投入方面具有成本和规模两方面的先发优势；2) **资源自由流通**：当前预售资金监管对于国企更为宽松，公司作为国企可以保持区域之间的资源调配，加大对规模成长区域的资源投入，扩张全国化版图，增强在核心城市核心区域的市占率和规模。

图表 58：国企民企竞争力及收益一览



资料来源：信达证券研发中心整理

2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上谈及上市公司结构与估值问题时表示，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。

其中关于国有企业提到“上市公司尤其是国有上市公司，一方面要‘练好内功’，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好认识企业内在价值”。我们认为在中国特色估值体系下，国有房企有望在国企改革、产业政策等方面获得发展机遇，而保利发展作为排名最高、规模最大、发展积极的国有房企，有望在推动房地产业向新模式平稳过渡的过程中在行业中承担更多、更重要的角色，有望获得更多的资源倾斜和支持。

## 8. 预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.53/1.73/1.92 元/股，给予“买入”评级

随着公司此前销售项目陆续进入结算周期，我们预计公司 2022 年-2024 年房地产业务结算收入增速分别为 -2.7%/16.2%/12.8%。考虑到公司 2020 年和 2021 年所获取的高价项目仍在结算期，预计毛利率短期内仍将承压，随着 2022 年获取的利润情况较好的项目未来逐步进入结算期，毛利率水平也有望随之逐步修复，因此我们预计公司 2022 年-2024 年房地产业务毛利率分别为 19.6%/21.5%/23.1%。

公司其他业务收入为物业管理、建筑、租赁、酒店、商业、设计、展览等。我们预计其他业务有望保持稳定增长，2022 年-2024 年收入保持 15% 增速，其毛利率维持在 20% 的稳定水平。

图表 59：公司盈利预测

房地产销售		2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售金额	亿元	3092.27	4048.18	4618.48	5028.48	5349.29	4573.68	4923.11	5375.05
	同比增速	%	47.2%	30.9%	14.1%	8.9%	6.4%	-14.5%	7.6%
销售面积	万平方米	2242.37	2766.12	3123.12	3409.20	3333.02	2748.07	2858.00	3029.48
	同比增速	%	40.3%	23.4%	12.9%	9.2%	-2.2%	-17.6%	4.0%
结算收入	亿元	1374.63	1824.98	2237.31	2263.76	2607.67	2536.41	2946.16	3324.47
	同比增速	%	-6.5%	32.8%	22.6%	1.2%	15.2%	-2.7%	16.2%
	毛利率	%	30.5%	32.7%	35.4%	33.5%	27.1%	19.6%	21.5%
结算面积	万平方米	1384.97	1518.74	1766.13	2069.15	2198.49	2047.96	2267.34	2369.63
	同比增速	%	9.8%	9.7%	16.3%	17.2%	6.3%	-6.8%	10.7%
结算价格/销售价格		0.72	0.82	0.86	0.74	0.74	0.74	0.75	0.79
回笼资金	亿元	2644.00	3562.00	4312.00	4706.00	5020.00	4344.99	4676.95	5106.30
	回款率	%	85.5%	88.0%	93.4%	93.6%	93.8%	95.0%	95.0%
	同比增速	%	29.5%	34.7%	21.1%	9.1%	6.7%	-13.4%	7.6%
预收款/营业收入		180.7%	183.1%	182.8%	193.6%	176.2%	154.5%	143.2%	140.0%
营业收入	亿元	1463.06	1945.14	2359.34	2430.95	2849.33	2812.16	3261.72	3686.01
	同比增速	%	-5.5%	33.0%	21.3%	3.0%	17.2%	-1.3%	16.0%
	毛利率	%	31.1%	32.5%	35.0%	32.6%	26.8%	19.9%	21.5%
归母净利润	亿元	156.26	189.04	279.59	289.48	273.88	183.66	206.62	229.93
	同比增速	%	25.8%	20.9%	47.9%	3.5%	-5.4%	-32.9%	12.5%
EPS (摊薄)	元	1.32	1.59	2.35	2.42	2.29	1.53	1.73	1.92

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.53/1.73/1.92 元/股，对应 2023 年 3 月 24 日股价 PE 分别为 9.35/8.31/7.47 倍。我们选取同类型国企央企万科、金地集团、招商蛇口和华润置地等为可比公司，参考近 3 年可比公司区间平均 PB 为 1.22 倍，给予公司 2023 年目标价 21.89 元/股。考虑到后续随着房地产市场逐步修复，行业估值水平有望回升，同时我们看好公司作为房地产行业龙头国企在市场复苏中的销售弹性和规模增长，因此首次覆盖给予“买入”评级。

图表 60：可比公司估值（根据 2023 年 3 月 24 日收盘价）

公司名称	代码	每股净资产				PB				
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	近 3 年区间平均
万科 A	000002.SZ	20.3	21.67	23.17	24.82	0.78	0.73	0.68	0.64	1.32
金地集团	600383.SH	13.94	16.37	18.16	20.16	0.62	0.53	0.48	0.43	1.02
招商蛇口	001979.SZ	10.67	10.79	14.36	15.11	1.26	1.25	0.94	0.89	1.45
华润置地	1109.HK	31.77	34.38	37.19	40.33	1.11	1.03	0.95	0.88	1.08
平均		19.17	21.53	23.22	25.11	0.94	0.88	0.76	0.71	1.22
保利发展	600048.SH	16.34	16.42	17.94	19.33	0.88	0.87	0.80	0.74	1.15

资料来源：Wind，信达证券研发中心测算

注：万科 A、金地集团、招商蛇口和华润置地为万得一致预期，保利发展为信达证券研发中心预期，其中招商蛇口 2022 年为年报披露值

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 40

## 9. 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。

**业务风险:** 公司地产销售业务和其他业务拓展不及预期。

**不同市场估值差异偏差风险:** 选取可比公司存在港股，与公司在不同市场上市，不同市场存在一定估值体系差异，存在可比公司估值差异偏差风险。

资产负债表				单位:	百万元	利润表				单位:	百万元
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E		会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>12,473</b>	<b>13,190</b>	<b>14,378</b>	<b>16,487</b>		<b>营业总收入</b>	<b>2,850</b>	<b>2,812</b>	<b>3,262</b>	<b>3,686</b>	
货币资金	1,714	1,444	1,389	1,432		营业成本	2,086	2,253	2,559	2,841	
应收票据	0	0	0	0		营业税金及附加	157	154	195	243	
应收账款	32	19	39	28		销售费用	74	67	91	103	
预付账款	427	460	523	581		管理费用	54	39	46	51	
存货	8,097	9,161	9,731	11,876		研发费用	14	2	4	2	
其他	2,204	2,106	2,696	2,571		财务费用	34	32	39	45	
<b>非流动资产</b>	<b>1,526</b>	<b>1,540</b>	<b>1,649</b>	<b>1,770</b>		<b>减值损失合计</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	
长期股权投资	951	1,051	1,151	1,251		<b>投资净收益</b>	<b>62</b>	<b>48</b>	<b>42</b>	<b>22</b>	
固定资产(合计)	113	124	133	142		<b>其他</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	
无形资产	4	5	10	15		<b>营业利润</b>	<b>497</b>	<b>315</b>	<b>374</b>	<b>427</b>	
其他	458	361	355	363		<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>资产总计</b>	<b>13,999</b>	<b>14,731</b>	<b>16,027</b>	<b>18,257</b>		<b>利润总额</b>	<b>500</b>	<b>317</b>	<b>373</b>	<b>427</b>	
<b>流动负债</b>	<b>8,188</b>	<b>8,643</b>	<b>9,666</b>	<b>11,339</b>		所得税	128	79	93	107	
短期借款	41	71	91	101		<b>净利润</b>	<b>372</b>	<b>237</b>	<b>280</b>	<b>320</b>	
应付票据	95	168	158	204		少数股东损益	98	66	78	90	
应付账款	1,301	1,576	1,692	1,936		<b>归属母公司净利润</b>	<b>274</b>	<b>184</b>	<b>207</b>	<b>230</b>	
其他	6,751	6,828	7,725	9,097		EBITDA	487	348	422	501	
<b>非流动负债</b>	<b>2,782</b>	<b>2,995</b>	<b>3,013</b>	<b>3,313</b>		EPS(当年)(元)	2.29	1.53	1.73	1.92	
长期借款	2,319	2,452	2,580	2,810							
其他	463	543	433	503		<b>现金流量表</b>					
<b>负债合计</b>	<b>10,970</b>	<b>11,638</b>	<b>12,679</b>	<b>14,652</b>		会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	1,074	1,127	1,201	1,291		<b>经营活动现金流</b>	<b>106</b>	<b>96</b>	<b>79</b>	<b>3</b>	
归属母公司股东权益	1,956	1,966	2,148	2,314		净利润	372	237	280	320	
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,999</b>	<b>14,731</b>	<b>16,027</b>	<b>18,257</b>		折旧摊销	21	48	51	52	
						财务费用	56	53	56	58	
<b>重要财务指标</b>						投资损失	-62	-48	-42	-22	
						营运资金变动	-259	-237	-271	-410	
						其它	-22	41	5	5	
						<b>投资活动现金流</b>	<b>-200</b>	<b>-57</b>	<b>-122</b>	<b>-157</b>	
营业总收入	2,850	2,812	3,262	3,686		资本支出	-1	-18	-26	-26	
同比(%)	17.2%	-1.3%	16.0%	13.0%		长期投资	-187	-100	-130	-150	
归属母公司净利润	274	184	207	230		其他	-12	62	34	19	
同比(%)	-5.4%	-32.9%	12.5%	11.3%		<b>筹资活动现金流</b>	<b>345</b>	<b>-309</b>	<b>-11</b>	<b>196</b>	
毛利率(%)	26.8%	19.7%	21.4%	22.8%		吸收投资	213	0	0	0	
ROE(%)	14.0%	9.3%	9.6%	9.9%		借款	1,781	163	148	240	
EPS(摊薄)(元)	2.29	1.53	1.73	1.92		支付利息或股息	-362	-99	-108	-116	
P/E	6.27	9.35	8.31	7.47		<b>现金净增加额</b>	<b>250</b>	<b>-270</b>	<b>-54</b>	<b>42</b>	
P/B	0.88	0.87	0.80	0.74							
EV/EBITDA	3.55	5.49	4.83	4.62							



## 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	张斓夕	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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	liyun@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看好：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 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。