



# 保利发展（600048.SH）：行业龙头地位稳固，强化“中心城市+城市群”深耕战略

2024年11月11日

推荐/首次

保利发展

公司报告

业务以不动产投资开发为主。公司2023年实现收入3468.3亿元，同比增速为23.4%。2023年房地产业务实现收入3225亿元，同比增速为25.7%。

坚持“中心城市+城市群”深耕战略，销售排名稳居行业第一。2024H1签约销售金额1733.36亿元，同比增速为-26.8%；销售金额市占率从2021年的2.94%提升至2024H1的3.68%，销售排名跃居行业第一。公司2024H1在核心38城中，32个市占率排名前五，11个排名第一，城市深耕战略效果显著。

合理控制投资节奏，拿地聚焦高能级城市和核心都市圈。2024H1，公司拿地强度(新拓项目总地价/签约金额)大幅降至7.3%。降低拿地强度的同时，新增项目的权益占比显著提升。投资更加聚焦高能级城市，2024M1-M9高能级城市拿地权益金额占比高达95.5%，拿地均价显著提升的同时溢价率明显降低。

持续压降土储规模，积极开发优质土储，在建项目中高能级城市占比持续提升。从土储结构中，可以看出公司从2022年开始更加聚焦“中心城市+城市群”的深耕战略。土储面积自2021年开始持续下降；一方面积极拓展和开发优化土储，在建面积中高能级城市占比持续提升。2024H1期末，公司未售土储建面13046万平，同比增速为-9.9%。2024H1期末，本年在建面积中高能级城市占比为68.1%；待开发面积中高能级城市占比为53.5%。

积极提升优质新货占比，已售待结转项目中高能级城市占比持续提升。2022年以来，新开工项目中高能级城市占比持续提升，2024H1期末，高能级城市本年新开工面积占比提升至67.4%。2024H1期末，高能级城市签约未结转面积占比为68.5%，较2023年的65.4%进一步提升。

盈利预测及投资评级：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为110.4、115.5和131.7亿元，对应EPS分别为0.92、0.97和1.10元，11月7日收盘价对应2024-2026年PE分别为13/12/11倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：市场维持低位，销售表现不及预期；竣工节奏放缓，结算规模不及预期；房价超预期下行，资产减值规模超预期。公司充电量提升不及预期。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	281,016.7	346,828.1	321,899.6	309,111.4	279,071.6
增长率(%)	-1.37%	23.42%	-7.19%	-3.97%	-9.72%
归母净利润(百万元)	18,346.8	12,067.2	11,037.9	11,550.8	13,169.8
增长率(%)	-33.01%	-34.23%	-8.53%	4.65%	14.02%
净资产收益率(%)	9.36%	6.11%	5.47%	5.54%	6.10%
每股收益(元)	1.53	1.01	0.92	0.97	1.10
PE	7.6	11.5	12.6	12.1	10.6

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司业务范围涵盖房地产开发与销售、物业服务、全域化管理、销售代理、商业管理、不动产金融等。公司连续15年保持房地产行业央企第一。

资料来源：公司公告、同花顺

## 未来3-6个月重大事项提示：

2024-11-21 2024年第五次临时股东大会

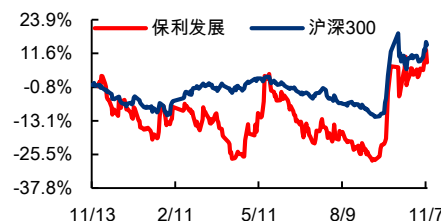
资料来源：公司公告、同花顺

## 交易数据

52周股价区间(元)	11.65-7.45
总市值(亿元)	1,338.3
流通市值(亿元)	1,338.3
总股本/流通A股(万股)	1,197,044/1,197,044
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.87

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：陈刚

021-25102897

chen\_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080001

## 目 录

1. 公司概况：以不动产投资开发为主，从广州走向全国的央企开发商.....	5
1.1 发展历程：从广州走向全国，历经四大发展阶段 .....	5
1.2 股权结构：央企控股，股权稳定 .....	5
1.3 业务构成：以不动产投资开发为主，以美好生活服务与产业金融服务为翼 .....	6
2. 战略与管理：前瞻的战略规划指引公司方向，稳健的经营管理护航公司发展 .....	7
2.1 战略：前瞻的战略规划和卓越的经营水准助力公司穿越周期.....	7
2.2 管理：不断革新的组织架构和稳定专业的管理团队是公司战略落地的基础 .....	10
3. 主业经营：“中心城市+城市群”深耕，合理控制投资节奏，提升优质新货占比 .....	13
3.1 销售：坚持“中心城市+城市群”深耕战略，销售排名跃居行业第一 .....	13
3.2 拿地：合理控制投资节奏，拿地聚焦高能级城市和核心都市圈 .....	15
3.3 土储：持续压降土储规模，在建项目中高能级城市占比持续提升 .....	17
3.4 开发：积极提升优质新货占比，已售待结转项目中高能级城市占比持续提升 .....	18
4. 财务概况：营收微降利润承压，保持稳健资产负债结构 .....	19
5. 盈利预测与投资建议 .....	23
6. 风险提示 .....	24

## 插图目录

图 1：公司发展从广州走向全国，历经四大发展阶段.....	5
图 2：实控人为隶属于国务院国资委的中国保利集团有限公司 .....	6
图 3：历年来持股变动不大，股权结构较为稳定 .....	6
图 4：公司的业务以不动产投资开发为主，以美好生活服务与产业金融服务为翼.....	6
图 5：2023 年房地产业务实现收入 3225 亿元，同比增速为 25.7% .....	7
图 6：2023 年房地产业务收入占比为 93.0% .....	7
图 7：公司始终准确把握了中国经济及房地产行业的发展方向和行业特点，能够根据行业具体情况及时调整经营策略 .....	8
图 8：公司能够根据复杂多变的宏观经济形势和行业环境适时调整经营策略，及时的把握机遇和预判风险 .....	10
图 9：公司能够根据行业形势变化和战略发展需要，适时调整组织架构，提升组织运行效率 .....	11
图 10：公司绝大多数年份的销售增速都不低于行业水平 .....	13
图 11：2024H1 签约销售金额 1733.36 亿元，同比增速为-26.8% .....	13
图 12：2024H1 签约销售面积 954.25 万平，同比增速为-31.0% .....	13
图 13：2024H1 销售均价为 18164.63 元/平，同比增速为 6.1% .....	14
图 14：销售金额市占率从 2021 年的 2.94% 提升至 2024H1 的 3.68% .....	14
图 15：凭借稳健的经营和领先的品牌，公司市占率在行业下行期实现了持续提升，销售排名跃居行业第一 .....	14
图 16：2024H1 核心 38 城销售金额占比提升至 89% .....	15
图 17：2024H1 珠三角及长三角销售金额占比提升至 59.2% .....	15
图 18：自 2021 年以来，高能级城市签约面积占比持续提升 .....	15
图 19：2024H1 三大城市群签约面积占比大幅提升 .....	15
图 20：2024H1 新拓项目计容面积 116 万平，同比增速为-69.9%；总地价 126 亿元，同比增速为-82.2% .....	16

图 21: 2024M1-M9 拿地总金额的权益比例提升至 86.9%.....	16
图 22: 2024H1 拿地强度大幅下降至 7.3%.....	16
图 23: 2024M1-M9 高能级城市拿地权益金额占比高达 95.5%.....	16
图 24: 自 2022 年以来, 拿地均价大幅提升; 2023 年拿地均价为 15187 元/平, 2024H1 为 10862 元/平.....	16
图 25: 2024H1 拿地平均溢价率为 2.2%.....	16
图 26: 2024H1 期末, 公司未售土储建面 13046 万平, 同比增速为-9.9%.....	17
图 27: 2024H1 期末, 开工未售土储面积占比为 59%, 待开发土储面积占比为 41%.....	17
图 28: 2024H1 期末, 本年在建面积中高能级城市占比为 68.1%.....	17
图 29: 2024H1 期末, 待开发面积中高能级城市占比为 53.5%.....	17
图 30: 2024H1 期末, 按面积计算的未售土储的去化周期为 6.7 年.....	18
图 31: 2024H1 新开工面积 677 万平, 同比增速为 8.2%.....	18
图 32: 2024H1 期末, 本年新开工面积占本年在建面积的比例为 8.5%.....	18
图 33: 2024H1 期末, 高能级城市本年新开工面积占比为 67.4%.....	18
图 34: 2024H1 期末, 签约未结转面积 4086 万平, 同比增速为 18.9%.....	19
图 35: 2024H1 期末, 高能级城市签约未结转面积占比为 68.5%.....	19
图 36: 2024 Q1-Q3, 公司营收 1827.7 亿元, 同比增速为-5.0%.....	19
图 37: 2024 Q1-Q3, 公司营收下滑幅度小于滨江、华发及万科.....	19
图 38: 2024 Q1-Q3, 公司归母净利润 78.1 亿元, 同比增速为-41.2%.....	20
图 39: 2024 Q1-Q3, 公司归母净利润下滑幅度大于滨江、华发及招商蛇口.....	20
图 40: 2024 Q1-Q3, 公司毛利率 15.9%, 与 2023 年全年水平基本一致.....	20
图 41: 2024 Q1-Q3, 公司毛利率水平高于滨江、华发、万科及招商蛇口.....	20
图 42: 2024 Q1-Q3, 公司归母净利率 4.3%, 较 2023 年全年水平有所回升.....	20
图 43: 2024 Q1-Q3, 公司归母净利率水平高于滨江、华发、万科及招商蛇口.....	20
图 44: 2024 Q1-Q3, 公司销售管理研发费用率 4.2%, 较 2023 年全年水平有所回升.....	21
图 45: 2024 Q1-Q3, 公司销售管理研发费用率水平低于华发、万科及招商蛇口.....	21
图 46: 2024 Q1-Q3, 公司计提资产减值损失比例为 0.0001%, 较 2023 年全年的 0.5%大幅降低.....	21
图 47: 2024 Q1-Q3, 公司计提资产减值损失比例低于滨江、华发和万科.....	21
图 48: 2024Q3 期末, 公司预收款项及合同负债对营收的覆盖倍数为 2.0, 较 2023 同期的 2.3 有所降低.....	22
图 49: 2024Q3 期末, 公司预收款项及合同负债对营收的覆盖倍数低于滨江、华发和招商蛇口.....	22
图 50: 2024 Q1-Q3, 公司年化的 ROE 为 3.3%, 较 2023 年全年的 6.1%有所降低.....	22
图 51: 2024 Q1-Q3, 公司年化的 ROE 水平低于滨江、华发和招商蛇口.....	22
图 52: 2024Q3 期末, 公司剔除预收款的资产负债率为 65.5%, 较 2023Q3 期末的 66.3%有所降低.....	22
图 53: 2024Q3 期末, 公司剔除预收款的资产负债率水平高于滨江、华发和招商蛇口.....	22
图 54: 2024Q3 期末, 公司净负债率为 66.0%, 较 2023 年末的 61.2%有所升高.....	23
图 55: 2024Q3 期末, 公司净负债率水平高于滨江和招商蛇口.....	23
图 56: 2024Q3 期末, 公司扣除受限资金的现金短债比为 1.99, 与 2023 年末的水平基本持平.....	23
图 57: 2024Q3 期末, 公司扣除受限资金的现金短债比高于华发和万科.....	23

## 表格目录

表 1: 自 2002 年以来, 公司的战略方向主要经历了 3 次变迁 .....	8
表 2: 公司管理团队长期保持稳定, 历任管理团队皆长期扎根公司, 接班延续性强, 更能秉承长期主义 .....	12
表 3: 公司关键指标假设及盈利预测 .....	23

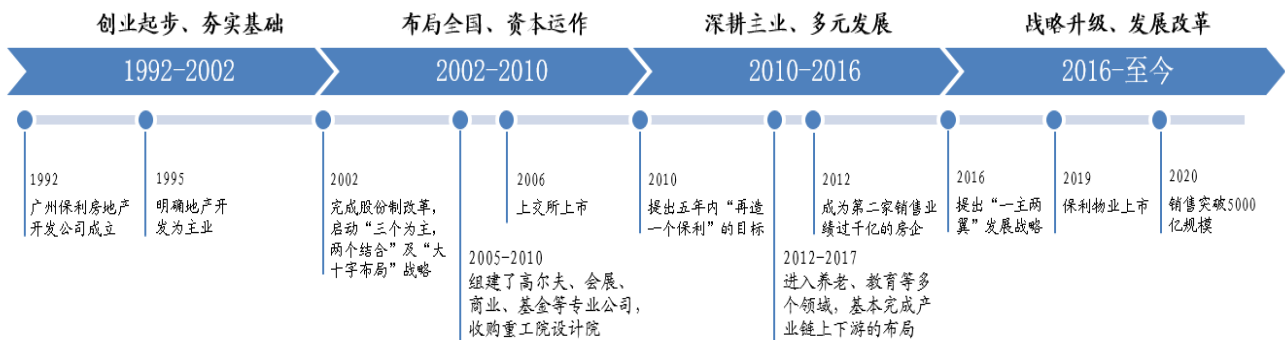
## 1. 公司概况：以不动产投资开发为主，从广州走向全国的央企开发商

### 1.1 发展历程：从广州走向全国，历经四大发展阶段

保利发展控股成立于1992年，历经四个主要发展阶段：

- 1) 创业起步、夯实基础 (1992-2002)：**1992年，广州保利房地产开发公司成立；1995年，公司开发保利红棉花园，明确地产开发为主业；1998年，公司开发保利花园，打造国家首个康居示范小区。
- 2) 布局全国、资本运作 (2002-2010)：**2002年，公司完成股份制改革，启动“三个为主，两个结合”及“大十字布局”战略；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”；2005年至2010年，公司陆续组建了高尔夫、会展、商业、基金等专业公司，并收购重工院设计院。
- 3) 深耕主业、多元发展 (2010-2016)：**2010年，公司提出五年内“再造一个保利”的目标；2012年，公司成为第二家销售业绩过千亿的房企；2014年，公司先后进入澳、英、美等国家；2005年至2010年，公司进入养老、教育等多个领域，基本完成产业链上下游的布局。
- 4) 战略升级、发展改革 (2016-至今)：**2016年，提出“一主两翼”发展战略；2018年，公司更名为“保利发展控股集团”；2019年，保利物业上市；2020年，公司销售额突破5000亿规模；2021年，证券简称由保利地产更名为保利发展。

图1：公司发展从广州走向全国，历经四大发展阶段

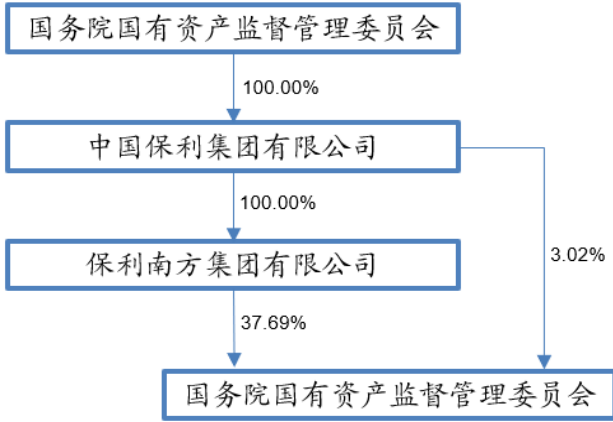


资料来源：保利发展官网，东兴证券研究所

### 1.2 股权结构：央企控股，股权稳定

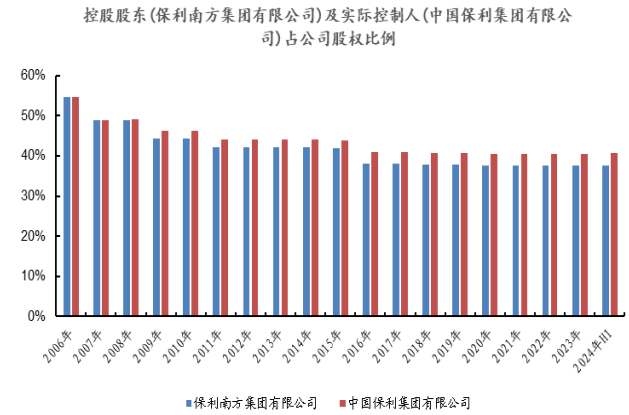
截至2024年中报，公司实控人为隶属于国务院国资委的中国保利集团有限公司，合计持股40.71%，历年持股变动不大，股权结构较为稳定。公司作为大型中央企业中国保利集团控股的房地产上市公司，信用优质的地产央企是公司领先的品牌符号。尤其在房地产行业信用体系重构的当下，强大的品牌信用进一步提升了市场对于公司的信赖度与认可度，使公司在市场竞争中具备更强的比较优势。

图2: 实控人为隶属于国务院国资委的中国保利集团有限公司



资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

图3: 历年来持股变动不大, 股权结构较为稳定

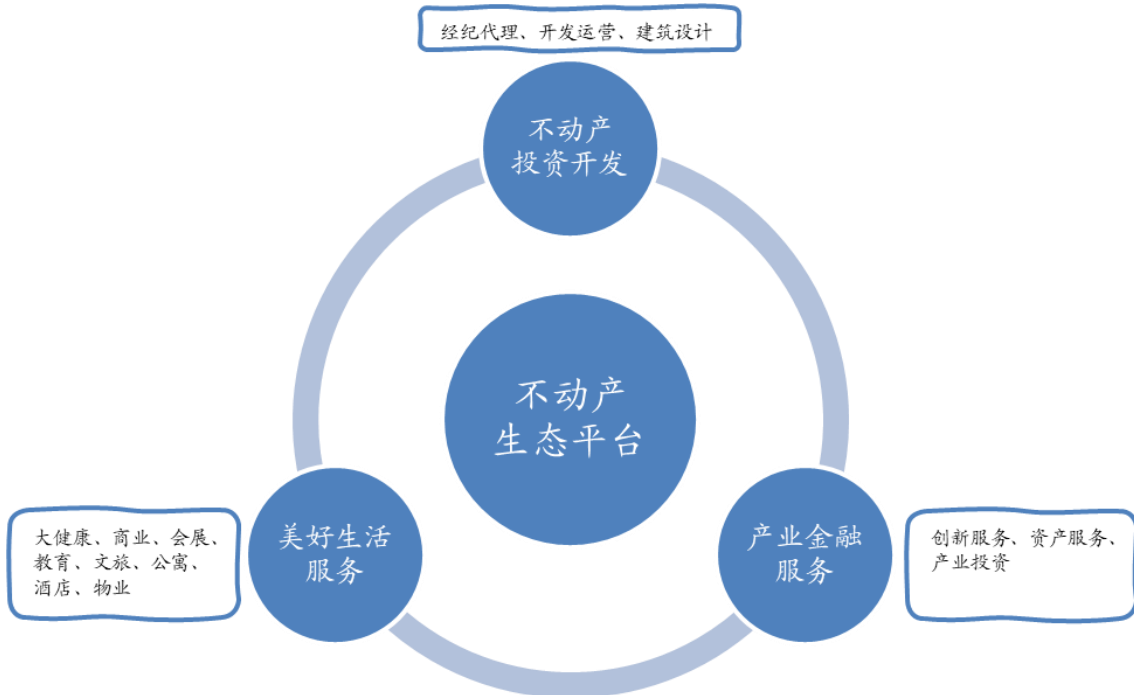


资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

### 1.3 业务构成: 以不动产投资开发为主, 以美好生活服务与产业金融服务为翼

公司的业务以不动产投资开发为主, 以美好生活服务与产业金融服务为翼。公司 2023 年实现收入 3468.3 亿元, 同比增速为 23.4%。2023 年房地产业务实现收入 3225 亿元, 同比增速为 25.7%, 房地产业务收入占比为 93.0%。公司以不动产投资开发为原点, 有效整合行业生态内的建筑、物业、代理、资产经营等综合服务业态。

图4: 公司的业务以不动产投资开发为主, 以美好生活服务与产业金融服务为翼

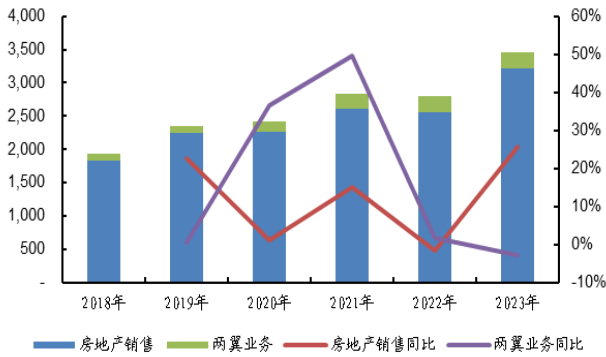


资料来源: 保利发展官网, 东兴证券研究所



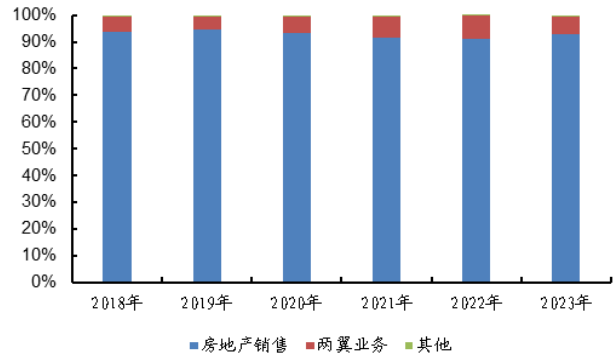
**图5: 2023年房地产业务实现收入3225亿元, 同比增速为25.7%**
**图6: 2023年房地产业务收入占比为93.0%**

公司营业收入拆分(亿元)及同比增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

公司营业收入拆分占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

## 2. 战略与管理: 前瞻的战略规划指引公司方向, 稳健的经营管理护航公司发展

### 2.1 战略: 前瞻的战略规划和卓越的经营水准助力公司穿越周期

公司具有前瞻的战略规划能力及卓越的经营调整能力。公司牢牢地把握住中国城镇化进程及行业发展机遇, 在成立之初即前瞻性地确立了以房地产开发为主业, 坚持普通住宅开发和核心城市深耕。自2002年初次制定《十年发展规划纲要》以来, 公司始终准确把握了中国经济及房地产行业的发展方向和行业特点。同时, 公司能够根据行业具体情况, 及时调整经营策略, 确保战略规划得到顺利的贯彻实施。正确的战略方向结合卓越的经营水准, 助力公司穿越多轮周期, 实现了长期可持续发展。

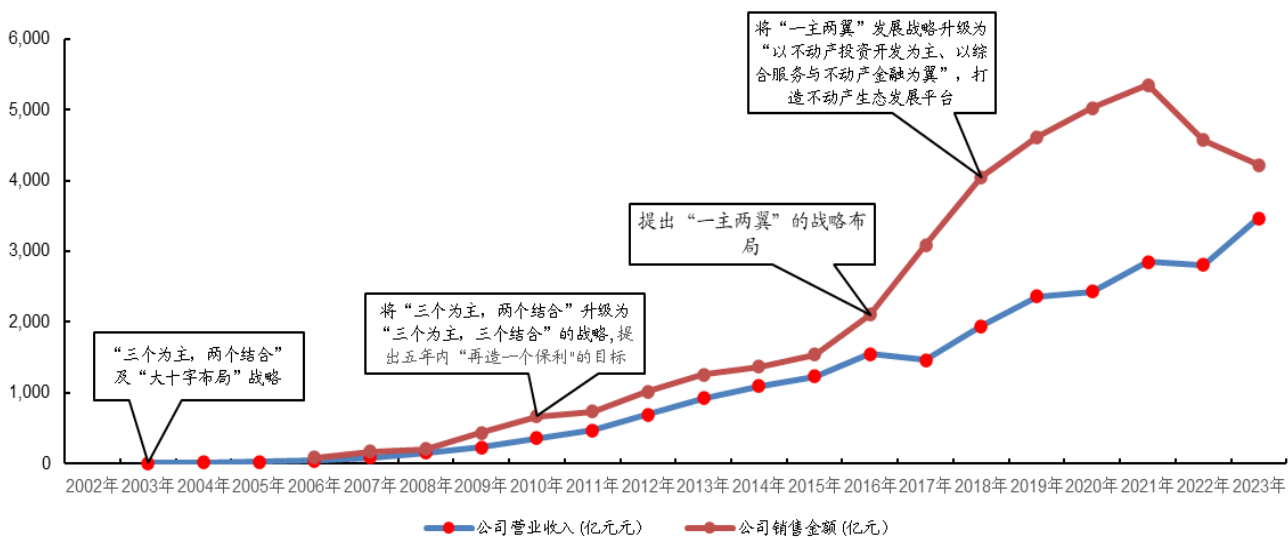
从战略规划来看, 公司始终保持战略方向的与时俱进, 展示出了前瞻的战略规划水准, 成功引领了公司的长期稳健发展。自2002年以来, 公司的战略方向主要经历了3次变迁:

**2002-2009:** 公司于2002年制定《十年发展规划纲要》, 确立了“三个为主, 两个结合”及“大十字布局”战略。2002年, 商品房市场尚处于发展前期, 随着城镇化进程持续加快和国民经济快速增长, 商品房销售快速增长。在此背景下, 公司开始了全国化布局, 以核心城市广州、北京、上海为发展重点, 拓展其他发展潜力较大的区域性经济中心城市, 夯实和完善公司全国战略布局的指导思想。到2009年, 公司实现房签约金额433.82亿元, 成为国内唯一在北京、上海、广州三大中心城市均排名销售额前三位的房地产龙头企业。

**2010-2015:** 公司于2010年编制了《2011-2015年发展规划》, 确立“三个为主, 三个结合”的战略。2009年, 在宽松的货币政策和巨大的刚性需求作用下, 房地产市场实现了较快发展, 包括房地产成交量、成交额和房地产开发投资额等多项指标均创下历史新高。在此背景下, 公司判断2010年房地产投资对经济的拉动作用依然巨大, 宏观经济恢复快速增长、城市化进程加速、通胀预期、加大土地供应、保障性住房比重增加等均支持行业继续保持平稳较快发展。于是公司适时的升级了战略, 将主要布局城市升级为省会及中心城市, 并逐步向二三线城市辐射, 确立了“三个为主, 三个结合”的战略方针。到2012年, 公司成为第二家销售业绩过千亿的房企, 2015年公司销售金额提升至1541亿元。

**2016-至今: 公司于 2016 年提出“一主两翼”的战略布局; 在十三五规划中段, 公司针对行业新特点, 对“一主两翼”战略进行了优化升级。2016 年, 房地产市场销售再创新高, 但在“房住不炒”和“三四线去库存”的双重政策诉求下, 大量行政手段的应用将使房地产市场变得更加不确定。在此背景下, 公司判断, 随着调控的深入和行业资金的改变, 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, 也更能适应行业的新变化。于是公司适时的升级了战略, 提出以房地产开发经营为主, 房地产金融和社区消费为翼的“一主两翼”业务板块布局, 逐步构建多元的利润增长模式。**

**图7: 公司始终准确把握了中国经济及房地产行业的发展方向和行业特点, 能够根据行业具体情况及时调整经营策略**



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

**表1: 自 2002 年以来, 公司的战略方向主要经历了 3 次变迁**

年份	战略规划	具体内容
2002-2009	“三个为主, 两个结合”及“大十字布局”战略	“三个为主”即以做强做大房地产业为主, 适度拓展相关行业; 以北京、上海、广州等地区为主, 择机拓展其他区域市场; 以商品住宅开发为主, 适度开发其它物业。“两个结合”即滚动性开发收入与物业经营性收入相结合, 资产经营与资本运营相结合。“大十字布局”战略, 即重点沿京广线和长江流域的城市进行布局。
2010-2015	“三个为主, 三个结合”战略	“三个为主”即以房地产为主业, 拓展相关产业; 二是以省会及中心城市为主, 逐步向二三线城市辐射; 三是以住宅开发为主, 有计划地增持国家中心城市的商业地产。“三个结合”即坚持扩大经营规模与提高开发效益相结合; 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。
2016-至今	“一主两翼”战略	“一主两翼”即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。2018 年将“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。

资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所



从战略执行来看, 公司能够根据复杂多变的宏观经济形势和行业环境适时调整经营策略, 及时的把握机遇和预判风险, 确保中长期战略规划의平稳高效落地, 实现了长期领先于市场水平的增长。

从公司在市场低谷中, 不仅能够积极有为的面对市场并保持经营稳健, 也能及时发现市场机遇和研判行业风险。例如:

1) 2008年, 金融危机导致全球经济进入衰退周期, 全国房地产成交量急剧萎缩。但公司积极面对市场变化, 采取灵活有效的措施, 突破困局, 依然取得显著优于市场的经营业绩。在行业低谷之中, 公司判断, 2009年在国家加大固定资产投资、大力刺激消费和宽松货币政策的影响下, 房地产市场不会再出现快速、大幅度的价格下跌, 成交量也会相对稳定, 市场可能出现相对的平衡。于是, 公司提出**2009年要密切关注市场调整期的各种发展机遇, 变挑战为机遇。**

2) 2014年, 房地产市场整体规模呈现高位回落的态势, 商品房销售量价同比均出现下降。但面对市场回落, 公司主动出击、积极拼抢市场, 依然实现了销售业绩的逆势增长。在行业低谷之中, 公司判断, 2015年随着支持政策的落地、流动性改善及商品房库存水平的降低, 市场将重新进入平稳增长。于是, 公司提出**2015年要继续坚持以发展为主题, 实现企业持续平稳健康发展。**

3) 2021年, 销售市场虽然整体稳中有升, 但增速已是多年新低, 房地产销售压力加大。随着按揭降速、预售资金监管收紧, 企业资金端的弱平衡被打破, 房企暴雷事件频发, 加重购房者观望情绪, 下半年销售市场持续遇冷。在行业回落之时, 公司判断, 短期来看, 2022年部分房企暴雷风险犹存, 行业信用体系处于重构期, 购房者信心修复进程仍不明朗, 市场活力恢复或需要一定时间。于是, 公司提出**2022年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。同时, 把握行业模式、格局等变化带来的发展机遇, 持续提升行业地位。**

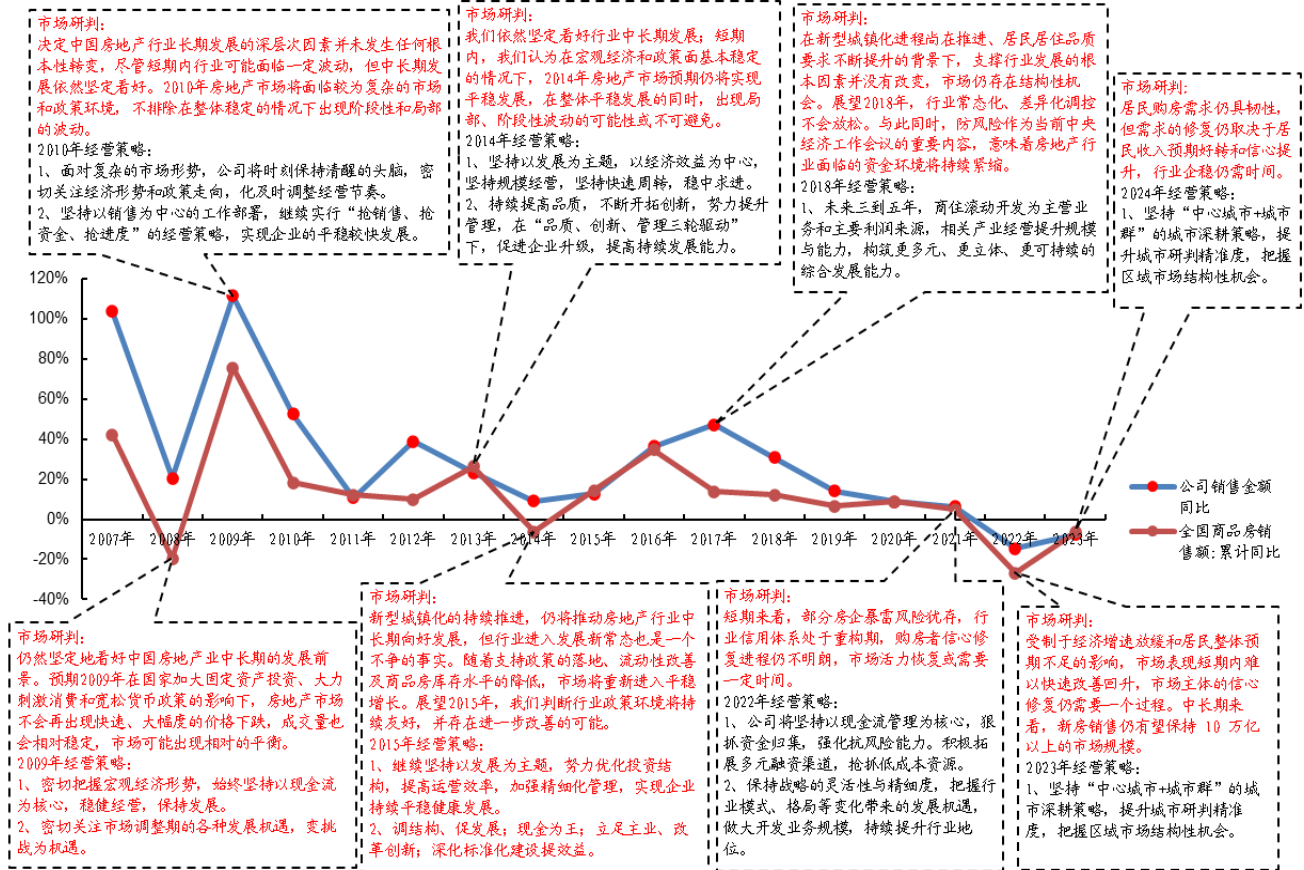
公司在市场景气中, 公司在积极把握市场机遇的同时, 依然能够保持头脑清醒, 多次在行业景气高点及时预判市场风险。例如:

1) 2009年, 在宽松的货币政策和巨大的刚性需求作用下, 房地产市场实现了较快发展, 多项指标均创下历史新高, 公司也创造了销售业绩的新纪录。在行业景气之中, 公司判断2010年房地产市场将面临较为复杂的市场和政策环境, 不排除在整体稳定的情况下出现阶段性和局部的波动。于是, 公司提出**2010年将时刻保持清醒的头脑, 密切关注经济形势和政策走向, 及时调整经营节奏。坚持以销售为中心的工作部署, 继续实行“抢销售、抢资金、抢进度”的经营策略。**

2) 2013年, 刚需释放推动市场成交活跃, 市场量价齐升。在行业景气之中, 公司判断2014年房地产市场仍将实现平稳发展, 但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。于是, 公司提出**2014年将坚持以发展为主题, 以经济效益为中心, 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。**

2) 2017年, 市场延续高景气的趋势, 房地产行业销售总量创出历史新高, 行业库存总量保持下降趋势, 去库存效果明显。同时, 房地产行业历经了史上最严调控期, 限购、限贷、限价等传统调控政策持续加码, 限商、限售、限签等新政策不断出台。在行业景气与调控趋严的背景下, 公司判断2018年行业常态化、差异化调控不会放松。与此同时, 房地产行业面临的资金环境将持续紧缩, 对企业的运营能力提出更高要求。于是, 公司**2018年将“一主两翼”发展战略进一步升级, 提出未来三到五年, 商住滚动开发为主营业务和主要利润来源, 相关产业经营提升规模与能力, 构筑更多元、更立体、更可持续的综合发展能力。**

图8: 公司能够根据复杂多变的宏观经济形势和行业环境适时调整经营策略, 及时的把握机遇和预判风险



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

## 2.2 管理: 不断革新的组织架构和稳定专业的管理团队是公司战略落地的基础

前瞻的战略规划能力及卓越的经营调整能力, 离不开公司不断革新的组织架构和稳定专业的管理团队。自公司成立以来, 公司始终坚持战略引领, 持续革新组织架构, 确保组织架构贴合公司战略发展需求, 表现出极强的组织调整能力。同时, 管理团队长期保持稳定, 与公司共同成长, 更能深刻理解行业发展规律, 更能秉承长期主义, 确保公司经营理念、战略方向得以坚定的贯彻执行, 有效穿越行业周期。

从组织架构变革来看, 公司能够根据行业形势变化和战略发展需要, 适时调整组织架构, 提升组织运行效率, 确保公司经营战略的顺利落地。公司在2010年后, 经历了多次重要的组织架构调整, 积极适应行业与公司的发展需求:

**2011年:**公司于2010确立“三个为主, 三个结合”的战略, 提出有计划地增持国家中心城市的商业地产和坚持扩大经营规模与提高开发效益相结合。之后在2011年, 公司增设了商业管理中心和成本管理中心, 契合了公司增持商业地产和提高开发效益的战略目标。

**2014年:**公司增设了工程管理中心、海外事业部和发展研究院, 进一步贴合公司以发展为主题, 以经济效益为中心的经营方针。

**2016年:** 公司于2016年确立“一主两翼”的业务发展战略, 提出要逐步构建多元的利润增长模式。随后, 公司增设了资产管理中心和创新运营中心, 契合了公司发展两翼业务的战略目标。

**2018年:** 公司于2017年提出要对“一主两翼”战略进行优化升级, 保持战略的与时俱进, 通过不断加大专业板块的业务规模, 逐渐提升专业板块在公司总体收入中的贡献度。之后在2018年, 公司更名为“保利发展控股集团股份有限公司”, 并全面优化了组织架构。在总部设立了战略投资发展中心和企业管理中心, 负责实施战略管控和全业务板块的综合管理, 以更好地适配公司战略升级的需要。

**2021年:** 公司于2020年提出市场流动性或将边际收紧, 房地产行业流动性压力进一步加剧。房企原有高杠杆的经营模式受到冲击, 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。之后在2021年, 公司主动优化组织结构, 在总部层面精简架构, 加强引领与赋能作用。为了更好的适应市场形势变化, 公司在总部层面设立了风险管理中心以提升风险管控能力; 设立了地产管理中心提升地产业务的产品品质和成本管控; 设立了产业管理中心加强产业层面的整合和经营业务的管理。

**图9: 公司能够根据行业形势变化和战略发展需要, 适时调整组织架构, 提升组织运行效率**

2010年	2011年	2014年	2016年
董事会办公室 办公室 人力资源中心 投资管理中心 财务管理中心 品牌管理中心 技术研发中心 审计管理中心 广州事业部	董事会办公室 办公室 人力资源中心 投资管理中心 财务管理中心 品牌管理中心 技术研发中心 审计管理中心 成本管理中心 商业管理中心	董事会办公室 办公室 人力资源中心 投资管理中心 财务管理中心 品牌管理中心 技术研发中心 审计管理中心 成本管理中心 商业管理经营中心 工程管理中心 海外事业部 发展研究院	董事会办公室 办公室 党群·人力资源中心 投资管理中心 财务管理中心 品牌管理中心 技术研发中心 审计管理中心 工程成本管理中心 纪检监察部 资产管理中心 创新运营中心 发展研究院
2018年	2019年	2021年	2022年
董事会办公室 行政办公室 人力资源中心 党群办公室 战略投资发展中心 财务管理中心 产品研发中心 审计管理中心 成本管理中心 纪检监察办公室 企业管理中心 运营管理中心 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 战略投资发展中心 财务管理中心 产品研发中心 审计管理中心 成本管理中心 纪检监察办公室 企业管理中心 运营管理中心 战略研究院 数据信息中心	董事会办公室 综合管理中心 人力资源中心 党群办公室 战略投资中心 财务金融中心 产品研发中心 党委巡察办公室 地产管理中心 纪检监察办公室 风险管理中心 产业管理中心 数据共享中心	董事会办公室 综合管理中心 人力资源中心 党群办公室 战略投资中心 财务金融中心 产品研发中心 党委巡察办公室 地产管理中心 纪检监察办公室 风险合规中心 产业管理中心 数据共享中心 审计管理中心

资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 东兴证券研究所

从管理团队来看, 公司管理团队长期保持稳定, 历任管理团队皆长期扎根公司, 接班延续性强, 更能秉承长期主义, 保证公司战略的高效落地。自公司创立以来, 管理团队始终与公司共同成长, 人员结构稳定、项目运作经验丰富、管理能力突出, 能够根据复杂多变的宏观经济形势和行业环境灵活优化经营策略, 确保公司



的长期平稳发展。公司前任董事长李彬海及宋广菊皆出身军旅, 在长期的掌舵过程中, 将独特的军旅文化融入现代企业管理, 建立了权责明确、科学灵活的决策体系, 锻造出了雷厉风行、执行高效的管理团队。现任董事长刘平 1998 年加入保利, 与公司共同成长, 先后担任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, 自 2016 年起担任公司总经理, 并于 2021 年接任公司董事长; 在 2016-2021 年担任总经理期间, 带领公司实现了销售金额从 2100 亿元到 5100 亿元的跨越发展, 并落地了公司“一主两翼”的新阶段发展战略。

**表2: 公司管理团队长期保持稳定, 历任管理团队皆长期扎根公司, 接班延续性强, 更能秉承长期主义**

2006-2009		
<b>董事长: 李彬海</b>	<b>总经理: 宋广菊</b>	<b>财务总监: 谭艳、彭碧宏</b>
董事长、兼任中国保利集团公司总经济师, 保利南方集团有限公司董事。历任广州军区司令部参谋、科长、技术局后勤部部长, 广州保利房地产开发公司总经理。(2009 年报)	董事、总经理, 兼任保利集团党组成员、保利地产党委书记、华南实业董事长、保利广州董事长、保利国贸董事长、保利锦汉董事长。历任国防科工委 31 训练基地司令部宣传处干事, 广州军区技术局参谋, 广州保利房地产开发公司办公室主任、总经理助理、副总经理、常务副总经理。(2009 年报)	谭艳: 财务总监, 历任保利南方集团财务部副经理、广州保利房地产开发公司总会计师。兼任保利广州物业董事, 保利会所董事、保利重庆董事、保利国贸董事。(2007 年报) 彭碧宏: 财务总监, 兼任沈阳保利董事长。历任中国保利集团公司财务部项目经理、财务会计处处长、财务部主任, 保利财务公司总经理。(2009 年报)
2010-2020		
<b>董事长: 宋广菊</b>	<b>总经理: 朱铭新、刘平</b>	<b>财务总监: 张曦、周东利</b>
工商管理硕士, 高级工程师。历任国防科工委、广州军区干部, 1993 年进入保利地产工作, 历任办公室主任、副总经理、常务副总经理、总经理, 中国保利集团有限公司副总经理。现任本公司董事长, 保利南方集团有限公司董事长。(2020 年报)	朱铭新: 会计学学士, 经济师。1992 年进入中国保利集团公司工作, 历任保利科技有限公司项目经理, 中国保利集团公司项目主管, 保利应用技术有限责任公司总经理助理, 中国保利集团公司企业经营处处长、项目管理处处长、企业发展部主任, 中国保利集团公司职工监事, 执业企业法律顾问, 保利地产副总经理。现任本公司董事、总经理, 保利南方集团有限公司董事。(2015 年报) 刘平: 经济学学士, 高级审计师。1989 年参加工作, 历任广东省审计厅直属分局科长, 保利地产计划部经理、总经理办公室主任、总经理助理、董事会秘书、副总经理。现任本公司董事、总经理。(2020 年报)	张曦: 副总经理兼财务总监。历任保利科技有限公司总会计师、副总经理, 保利财务有限公司副总经理、总经理, 保利能源控股有限公司董事长。(2013 年报) 周东利: 工商管理硕士。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。现任本公司财务总监。(2020 年报)
2021-2023		
<b>董事长: 刘平</b>	<b>总经理: 周东利</b>	<b>财务总监: 王一夫</b>
经济学学士, 高级审计师。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、保利南方集团董事长。(2023 年报)	工商管理硕士研究生学历, 正高级会计师。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, 本公司总会计师。现任本公司董事、总经理, 兼任保利和润房地产投资顾问有限公司董事长。(2023 年报)	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。(2023 年报)

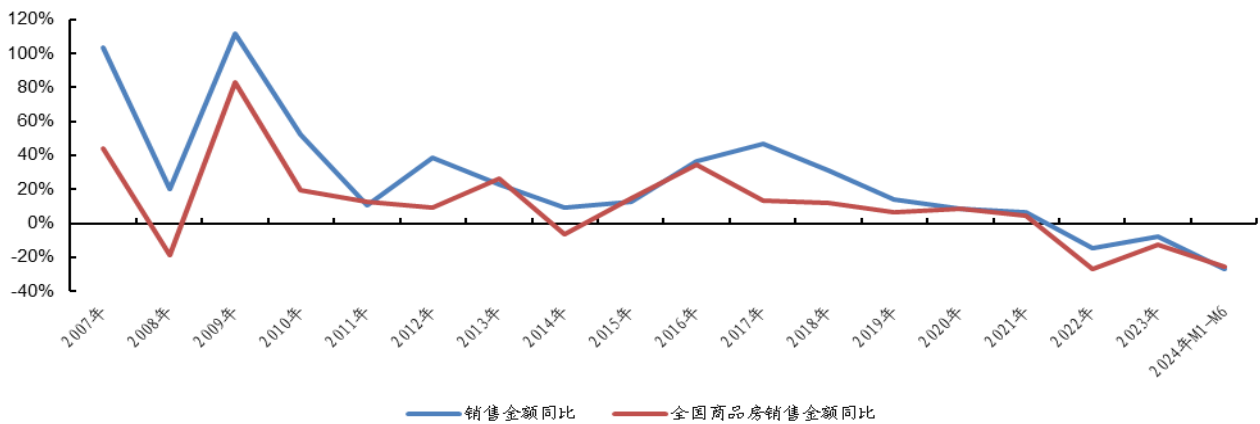
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

### 3. 主业经营：“中心城市+城市群”深耕，合理控制投资节奏，提升优质新货占比

#### 3.1 销售：坚持“中心城市+城市群”深耕战略，销售排名跃居行业第一

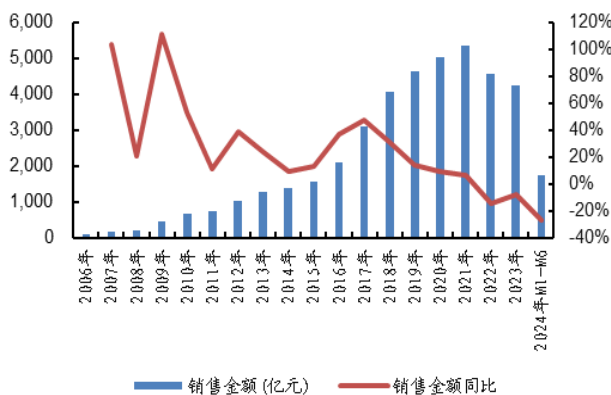
公司销售长期优于行业水平，市占率稳步提升，具有稳健的经营水准和领先的品牌信用。公司绝大多数年份的销售增速都不低于行业水平，凭借稳健的经营和领先的品牌，市占率在行业下行期实现了持续提升，销售排名跃居行业第一。销售金额市占率从2021年的2.94%提升至2024H1的3.68%，体现了公司穿越周期的稳健经营能力。公司作为全国化布局的头部房企，在市场深度调整下行和房企信用风险频发的形势下，积极适应市场变化，调整产品结构，实现了销售均价的持续提升。2024H1签约销售金额1733.36亿元，同比增速为-26.8%；签约销售面积954.25万平，同比增速为-31.0%；销售均价为18164.63元/平，同比增速为6.1%。

图10：公司绝大多数年份的销售增速都不低于行业水平



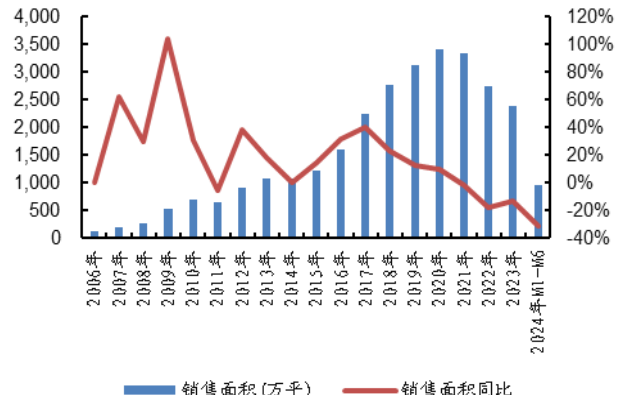
资料来源：同花顺 iFinD，公司年报及半年报，东兴证券研究所

图11：2024H1 签约销售金额 1733.36 亿元，同比增速为 -26.8%



资料来源：公司年报及半年报，东兴证券研究所

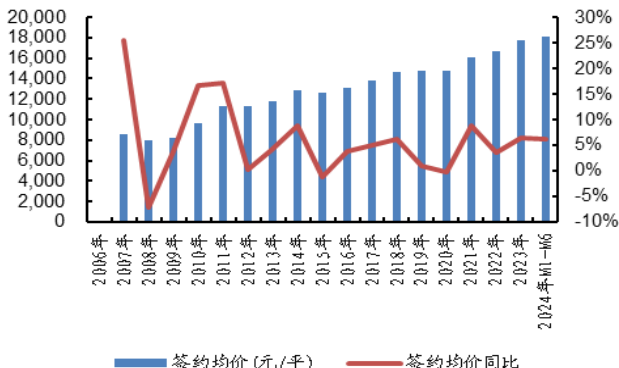
图12：2024H1 签约销售面积 954.25 万平，同比增速为 -31.0%



资料来源：公司年报及半年报，东兴证券研究所

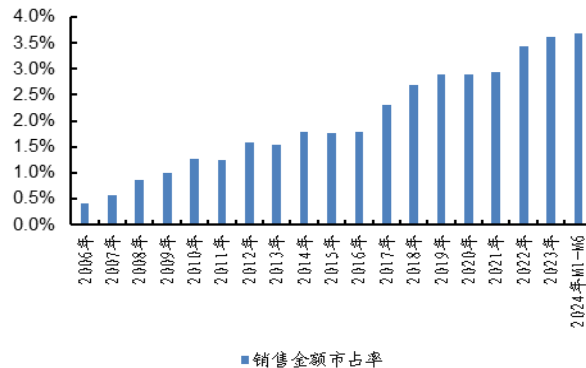


图13: 2024H1 销售均价为 18164.63 元/平, 同比增速为 6.1%



资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

图14: 销售金额市占率从 2021 年的 2.94% 提升至 2024H1 的 3.68%



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

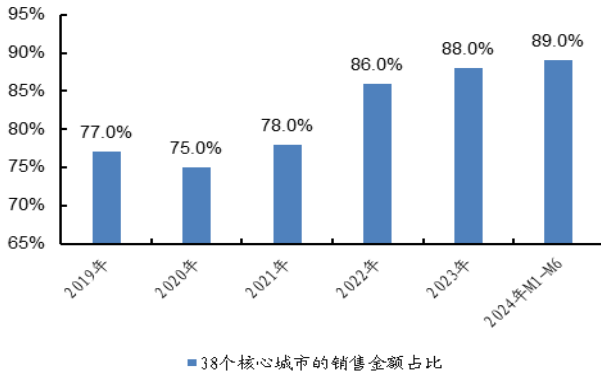
图15: 凭借稳健的经营和领先的品牌, 公司市占率在行业下行期实现了持续提升, 销售排名跃居行业第一

排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024M1-M8
1	万科集团	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	保利发展	保利发展
2	保利地产	恒大地产	绿地集团	绿地集团	绿地集团	恒大地产	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	万科地产	中海地产
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	中海地产	万科地产
4	中海外	保利地产	中海地产	保利地产	恒大地产	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	华润置地	华润置地
5	恒大地产	中海地产	恒大地产	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	招商蛇口	招商蛇口
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	碧桂园	绿城中国
7	万达集团	碧桂园	绿城中国	恒大地产	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	绿城中国	建发房产
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	建发房产	滨江集团
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	龙湖集团	越秀地产
10	富力地产	世茂房地产	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	金地集团	龙湖集团

资料来源: 克而瑞, 东兴证券研究所

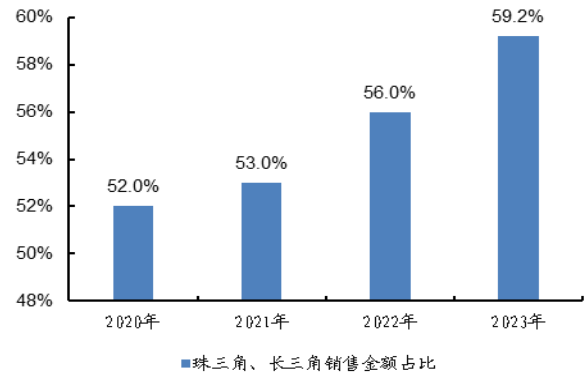
公司坚持“中心城市+城市群”的城市深耕战略, 高能级城市与核心城市群销售面积占比持续提升。根据公司 2024 中报的披露, 公司 2024H1 在确定性强的核心 38 城销售金额占比近 9 成, 珠三角及长三角销售金额占比近 6 成。报告期内, 38 个核心城市中, 32 个城市市占率排名前五, 11 个城市市占率排名第一, 广州、佛山、太原、石家庄、三亚、莆田等 8 个城市占有率突破 15%, 城市深耕战略效果显著。

图16: 2024H1 核心 38 城销售金额占比提升至 89%



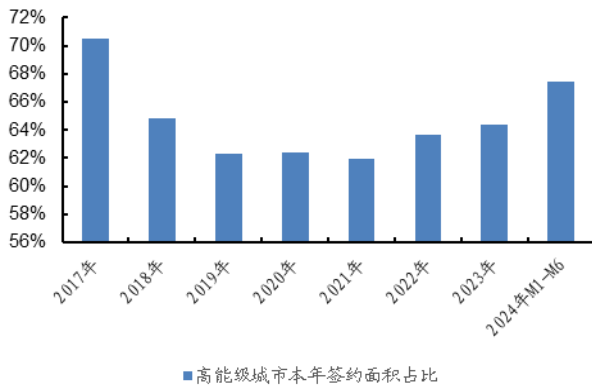
资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

图17: 2024H1 珠三角及长三角销售金额占比提升至 59.2%



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图18: 自 2021 年以来, 高能级城市签约面积占比持续提升



资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所 注: 高能级城市分类, 一线城市为北京、上海、广州、深圳; 新一线城市为天津、重庆、南京、苏州、杭州、宁波、合肥、青岛、郑州、武汉、长沙、东莞、成都、昆明、西安; 二线城市为石家庄、保定、太原、沈阳、大连、长春、哈尔滨、徐州、南通、常州、无锡、嘉兴、绍兴、金华、台州、温州、厦门、福州、泉州、南昌、济南、潍坊、烟台、临沂、惠州、珠海、中山、佛山、南宁、贵阳

图19: 2024H1 三大城市群签约面积占比大幅提升

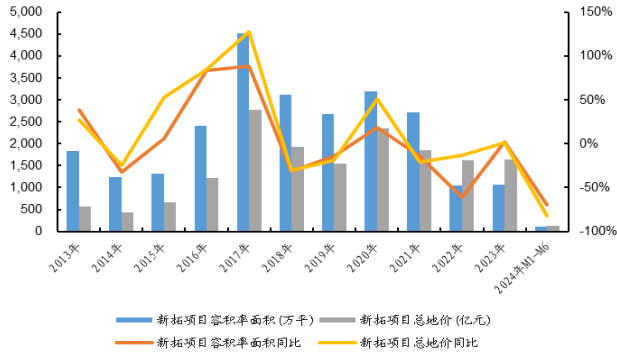


资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所 注: 京津冀为北京、天津、石家庄、唐山、秦皇岛、保定、张家口、承德、沧州、廊坊; 大湾区为广州、深圳、惠州、东莞、珠海、中山、江门、佛山、肇庆; 长三角为上海、南京、盐城、扬州、南通、镇江、常州、无锡、苏州、泰兴、杭州、宁波、湖州、嘉兴、舟山、绍兴、金华、台州、合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城

### 3.2 拿地: 合理控制投资节奏, 拿地聚焦高能级城市和核心都市圈

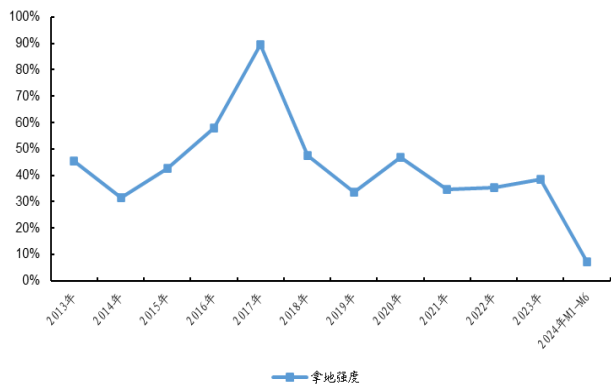
市场下行, 销售承压之下, 公司合理控制投资节奏, 坚持“中心城市+城市群”的城市深耕战略, 拿地更加聚焦高能级城市和核心都市圈。2024H1, 公司拿地强度(新拓项目总地价/签约金额)大幅下降至 7.3%。降低拿地强度的同时, 新增项目的权益占比显著提升。投资更加聚焦高能级城市, 2024M1-M9 高能级城市拿地权益金额占比高达 95.5%, 拿地均价显著提升的同时溢价率明显降低。

图20: 2024H1 新拓项目计容面积 116 万平, 同比增速为 -69.9%; 总价 126 亿元, 同比增速为 -82.2%



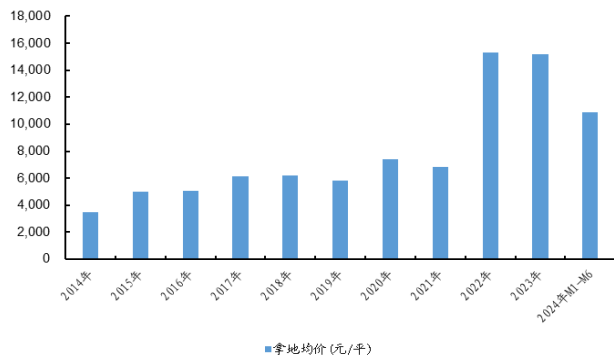
资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

图22: 2024H1 拿地强度大幅下降至 7.3%



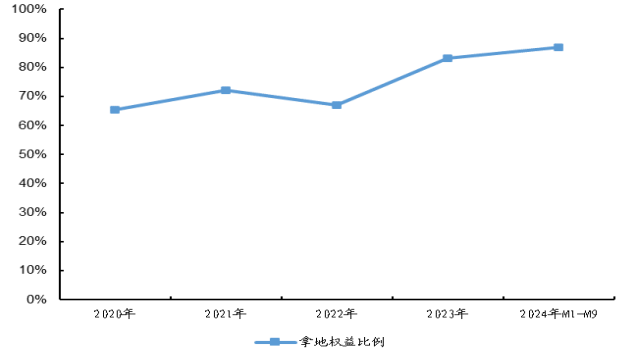
资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所 注: 拿地强度=新拓项目总价 / 签约金额

图24: 自 2022 年以来, 拿地均价大幅提升; 2023 年拿地均价为 15187 元/平, 2024H1 为 10862 元/平



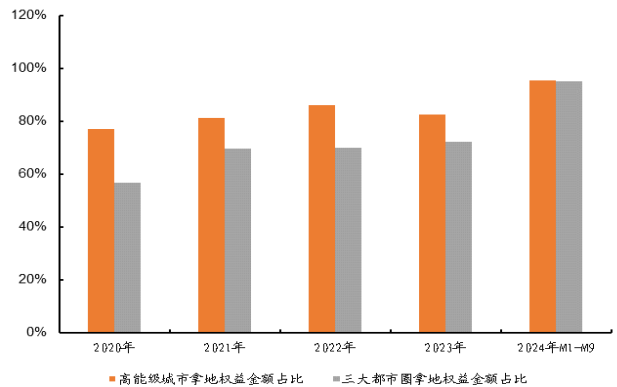
资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

图21: 2024M1-M9 拿地总金额的权益比例提升至 86.9%



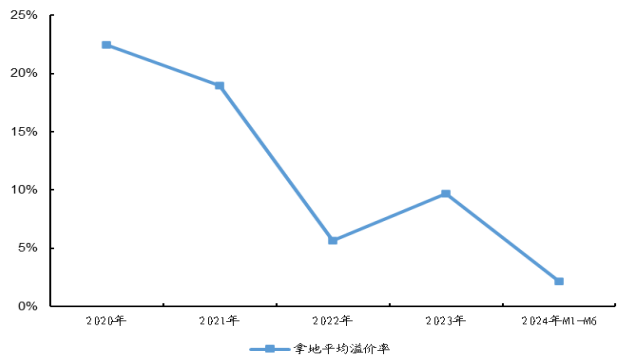
资料来源: 公司月度拿地公告, 东兴证券研究所

图23: 2024M1-M9 高能级城市拿地权益金额占比高达 95.5%



资料来源: 公司月度拿地公告, 东兴证券研究所, 注: 高能级城市及三大都市圈范围见图 18、图 19

图25: 2024H1 拿地平均溢价率为 2.2%

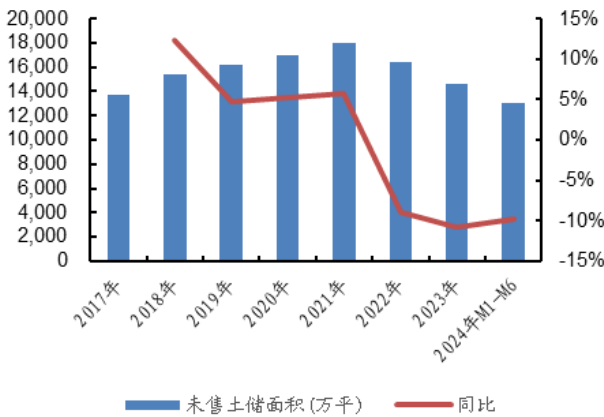


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

### 3.3 土储: 持续压降土储规模, 在建项目中高能级城市占比持续提升

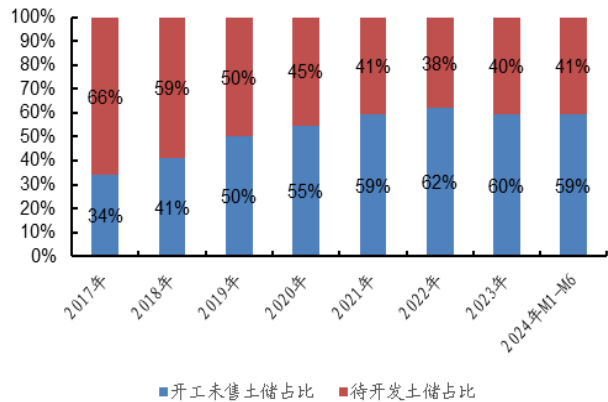
公司加大力度消化库存, 持续压降土储规模, 积极开发优质土储, 在建项目中高能级城市占比持续提升。从土储结构中, 可以看出公司从 2022 年开始更加聚焦“中心城市+城市群”的深耕战略。2021 年以来, 市场持续下行, 行业区域分化加剧, 低线城市的市场面临更大的压力。公司一方面大力消化库存, 土储面积自 2021 年开始持续下降; 一方面积极拓展和开发优化土储, 在建面积中高能级城市占比持续提升。

**图26: 2024H1 期末, 公司未售土储建面 13046 万平, 同比增速为-9.9%**



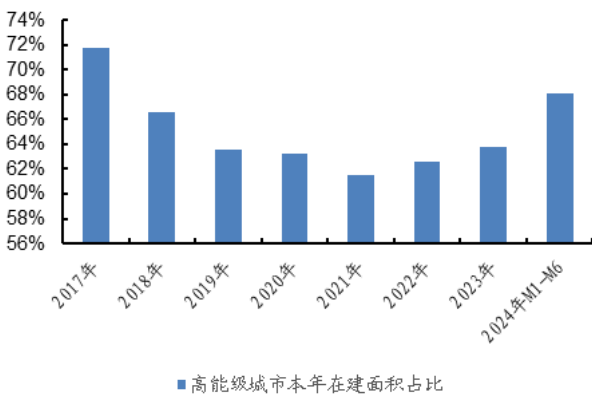
资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所 注: 未售土储面积 = 累计开工面积 + 待开发面积 - 累计签约面积

**图27: 2024H1 期末, 开工未售土储面积占比为 59%, 待开发土储面积占比为 41%**



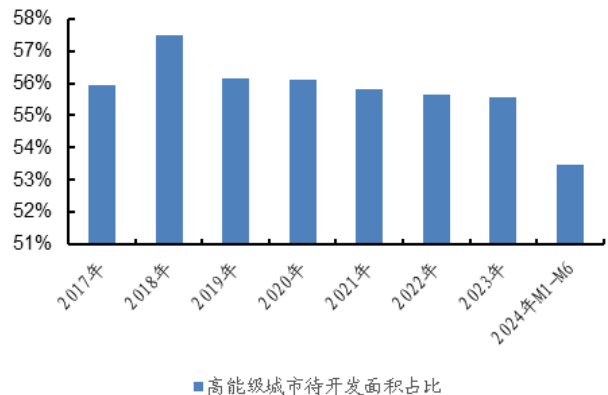
资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所

**图28: 2024H1 期末, 本年在建面积中高能级城市占比为 68.1%**



资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所 注: 高能级城市范围见图 18

**图29: 2024H1 期末, 待开发面积中高能级城市占比为 53.5%**



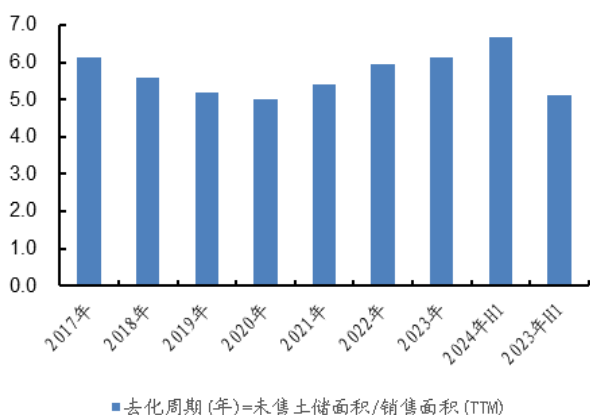
资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所 注: 高能级城市范围见图 18

### 3.4 开发：积极提升优质新货占比，已售待结转项目中高能级城市占比持续提升

虽然公司持续压降土储规模，但受到市场下行的影响，去化周期依然有所上升。我们用未售土储面积除以过去 12 个月的销售面积，衡量土地储备的去化周期。2024H1 期末，未售土储的去化周期为 6.7 年，较 2023 年底的 6.1 年有所上升。

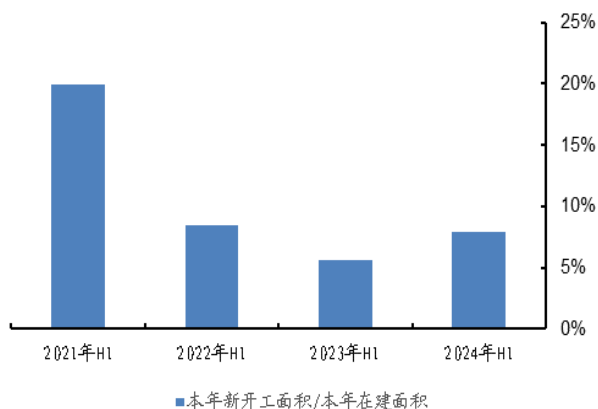
面对市场环境的改变，公司积极提升优质新货占比，新开工项目中高能级城市占比明显提升。2024H1 期末，本年新开工面积占本年在建面积的比例为 8.5%，较 2023H1 的 5.6%有所提升。2022 年以来，新开工项目中高能级城市占比持续提升，2024H1 期末，高能级城市本年新开工面积占比为 67.4%。

图30：22024H1 期末，按面积计算的未售土储的去化周期为 6.7 年



资料来源：公司年报及半年报，东兴证券研究所

图32：2024H1 期末，本年新开工面积占本年在建面积的比例为 8.5%



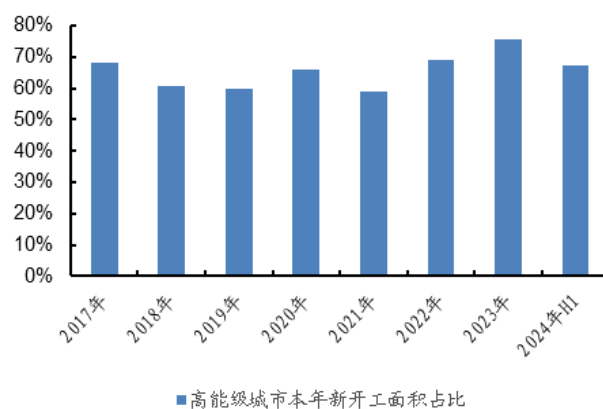
资料来源：公司年报及半年报，东兴证券研究所 注：高能级城市范围见图 18

图31：2024H1 新开工面积 677 万平，同比增速为 8.2%



资料来源：公司年报及半年报，东兴证券研究所

图33：2024H1 期末，高能级城市本年新开工面积占比为 67.4%

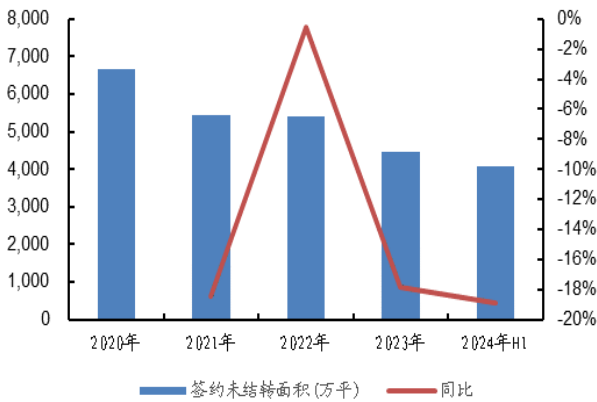


资料来源：公司年报及半年报，东兴证券研究所



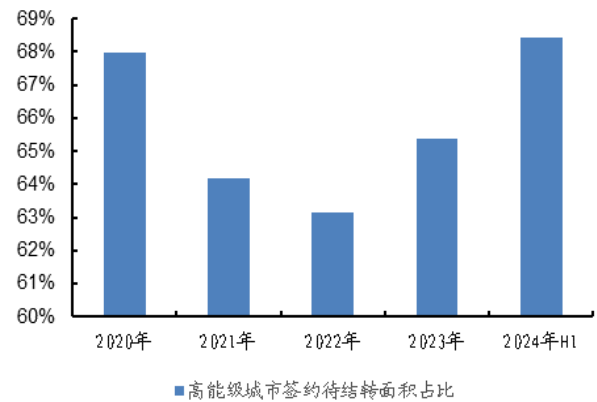
通过持续的优化销售与土储结构, 公司已售待结转项目中高能级城市占比显著提升。2024H1 期末, 签约未结转面积 4086 万平, 同比增速为 18.9%, 对结算收入仍将形成稳定的支撑。2021 年之前获取的低均价项目正陆续结转, 2024H1 期末, 高能级城市签约未结转面积占比为 68.5%, 较 2023 年的 65.4% 进一步提升。对于存量的低能级或者难去化的土地资源, 公司在 2024 中报表示, 正积极响应存量土地盘活政策, 在全国多个城市开展存量土地的调规、置换工作。

**图34: 2024H1 期末, 签约未结转面积 4086 万平, 同比增速为 18.9%**



资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所 注: 签约未结转面积= 累计签约面积 - 累计结转面积

**图35: 2024H1 期末, 高能级城市签约未结转面积占比为 68.5%**

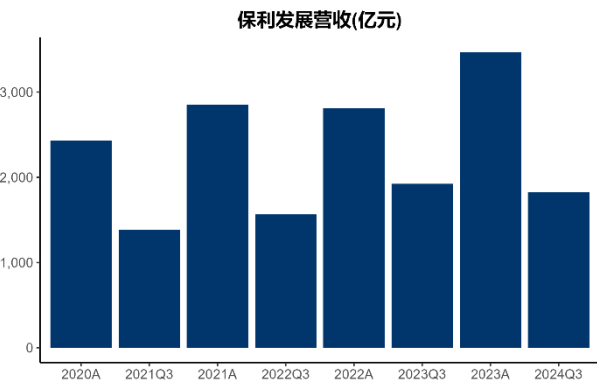


资料来源: 公司年报及半年报, 东兴证券研究所 注: 高能级城市范围见图 18

## 4. 财务概况: 营收微降利润承压, 保持稳健资产负债结构

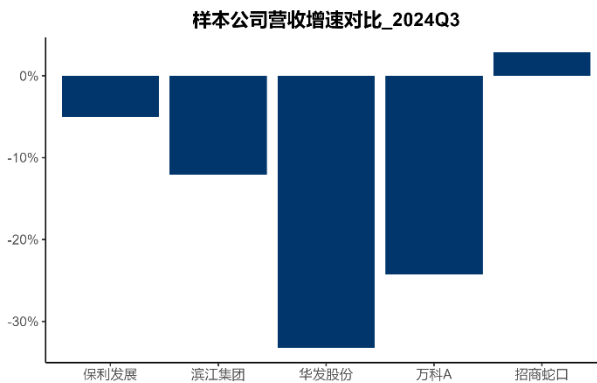
营收微降利润承压, 毛利率呈现企稳态势。2024Q1-Q3, 公司营收 1827.7 亿元, 同比增速为-5.0%; 公司毛利率 15.9%, 低于 2023 年同期 19.4% 的水平, 但与 2023 年全年水平基本一致。同时受结算毛利率较低和权益占比下降的影响, 归母净利润为 78.1 亿元, 同比增速为-41.2%。

**图36: 2024 Q1-Q3, 公司营收 1827.7 亿元, 同比增速为-5.0%**



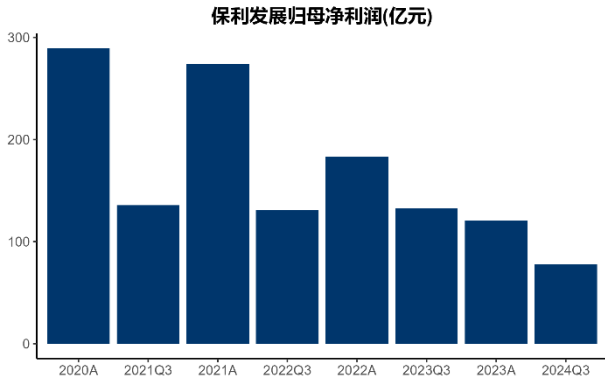
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

**图37: 2024 Q1-Q3, 公司营收下滑幅度小于滨江、华发及万科**



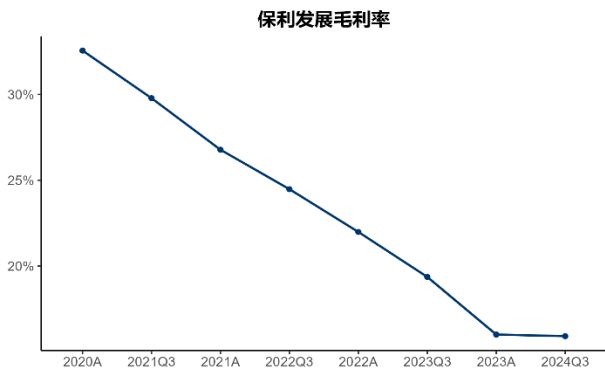
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图38: 2024 Q1-Q3, 公司归母净利润 78.1 亿元, 同比增速为 -41.2%



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图40: 2024 Q1-Q3, 公司毛利率 15.9%, 与 2023 年全年水平基本一致



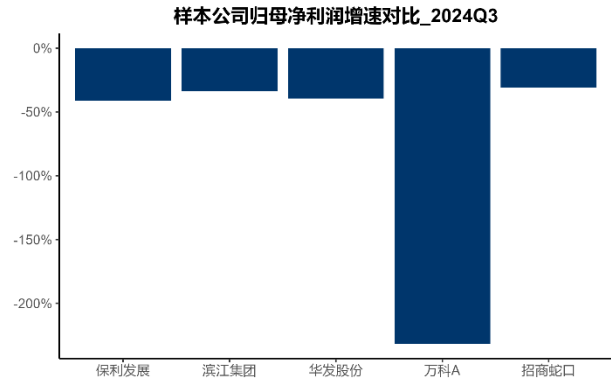
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图42: 2024 Q1-Q3, 公司归母净利率 4.3%, 较 2023 年全年水平有所回升



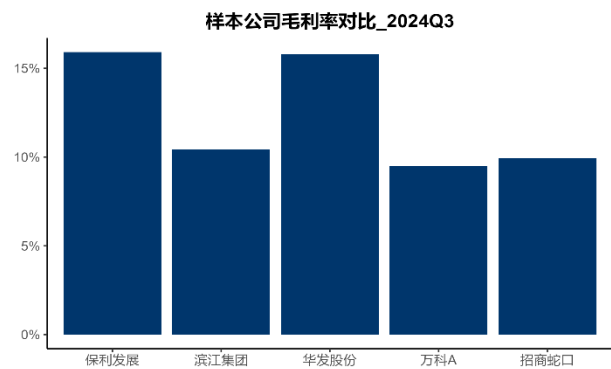
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图39: 2024 Q1-Q3, 公司归母净利润下滑幅度大于滨江、华发及招商蛇口



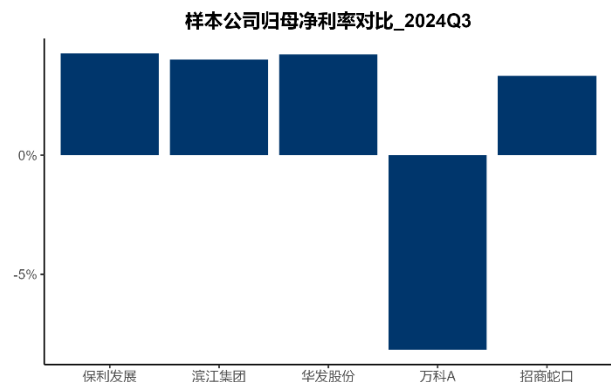
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图41: 2024 Q1-Q3, 公司毛利率水平高于滨江、华发、万科及招商蛇口



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图43: 2024 Q1-Q3, 公司归母净利率水平高于滨江、华发、万科及招商蛇口



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

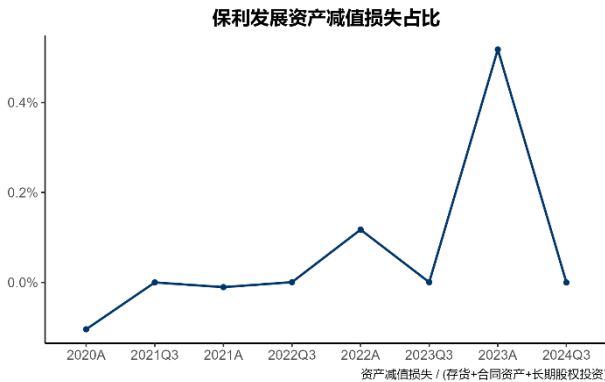
持续加强费用管控, 资产减值损失计提显著减少。在行业利润率普遍下行的情况下, 公司持续加强各项费用管控, 销售管理研发费率保持低位。在 2023 年大幅计提资产减值后, 2024 Q1-Q3 资产减值损失计提显著减少。

图44: 2024 Q1-Q3, 公司销售管理研发费用率 4.2%, 较 2023 年全年水平有所回升



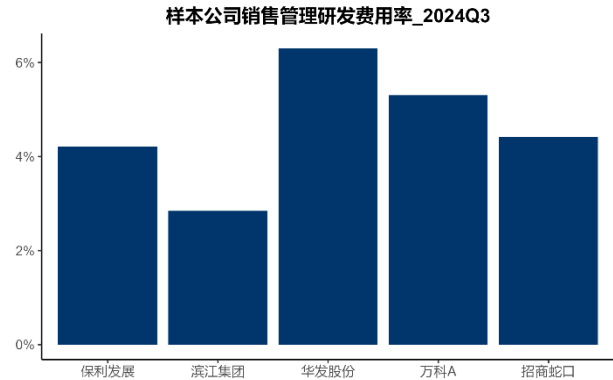
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图46: 2024 Q1-Q3, 公司计提资产减值损失比例为 0.0001%, 较 2023 年全年的 0.5% 大幅降低



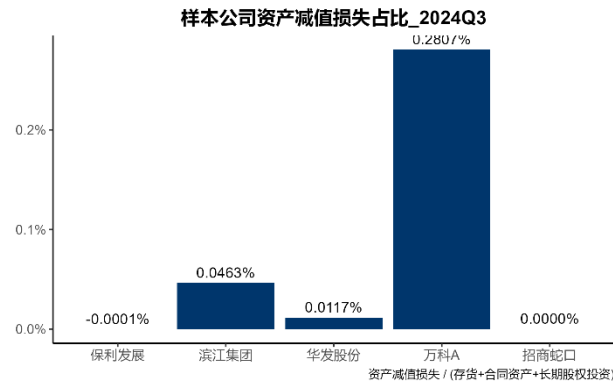
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图45: 2024 Q1-Q3, 公司销售管理研发费用率水平低于华发、万科及招商蛇口



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图47: 2024 Q1-Q3, 公司计提资产减值损失比例低于滨江、华发和万科

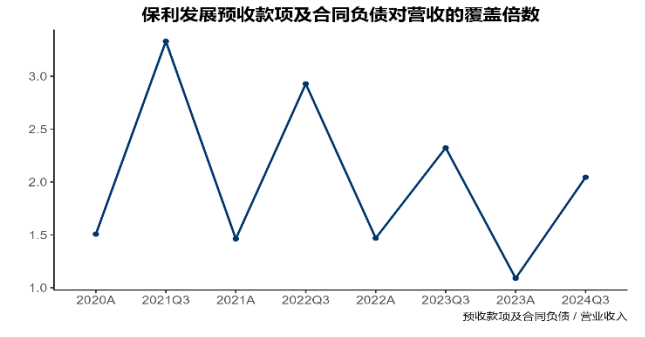


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

前期低毛利项目陆续进入结转周期, 预收款对营业收入覆盖倍数有所下降。2024Q3 期末, 公司预收款项及合同负债对营收的覆盖倍数为 2.0, 较 2023 同期的 2.3 有所降低。前期拿地的低毛利项目陆续进入结转周期, 随着新售高毛利项目占比的提升, 有望对冲后续结转的毛利率下行压力。

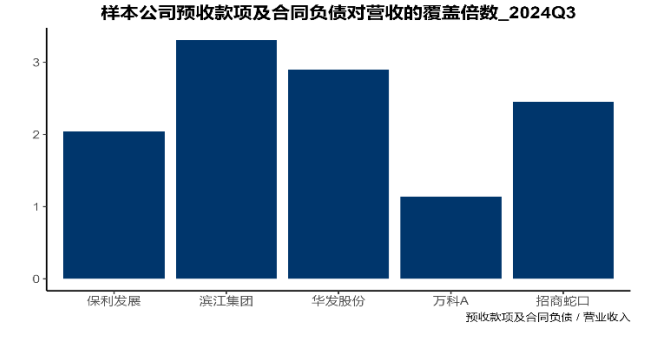
受到盈利下行和缩表之下权益乘数下降的影响, 公司 ROE 水平承压下行。2024 Q1-Q3, 公司的年化 ROE 为 3.3%, 较 2023 年全年的 6.1% 有所降低。

图48: 2024Q3 期末, 公司预收款项及合同负债对营收的覆盖倍数为 2.0, 较 2023 同期的 2.3 有所降低



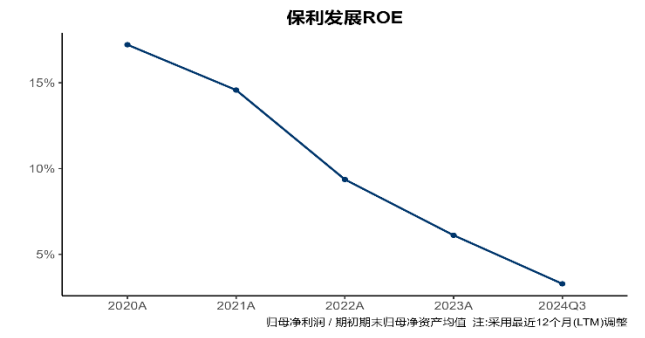
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图49: 2024Q3 期末, 公司预收款项及合同负债对营收的覆盖倍数低于滨江、华发和招商蛇口



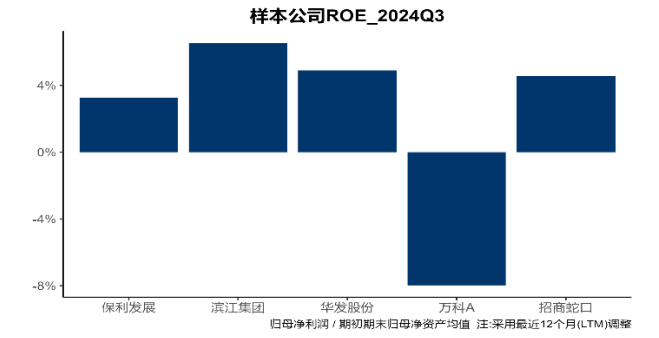
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图50: 2024 Q1-Q3, 公司年化的 ROE 为 3.3%, 较 2023 年全年的 6.1%有所降低



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图51: 2024 Q1-Q3, 公司年化的 ROE 水平低于滨江、华发和招商蛇口



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

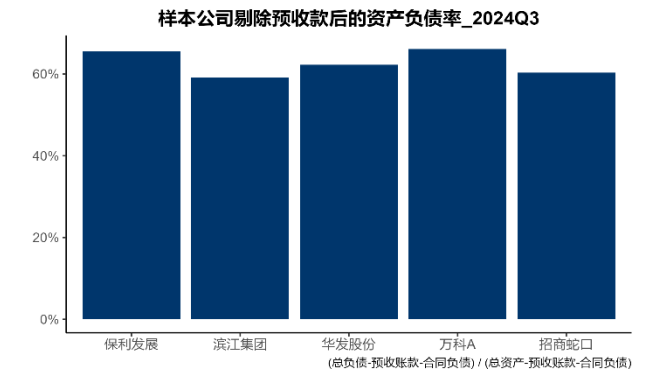
公司负债水平合理, 保持稳健资产负债结构。2024Q3 期末, 公司剔除预收款的资产负债率为 65.5%, 较 2023Q3 期末的 66.3%有所降低; 净负债率为 66.0%, 较 2023 年末的 61.2%有所升高; 扣除受限资金的现金短债比为 1.99, 与 2023 年末的水平基本持平; 三条红线指标稳居绿档安全水平。

图52: 2024Q3 期末, 公司剔除预收款的资产负债率为 65.5%, 较 2023Q3 期末的 66.3%有所降低



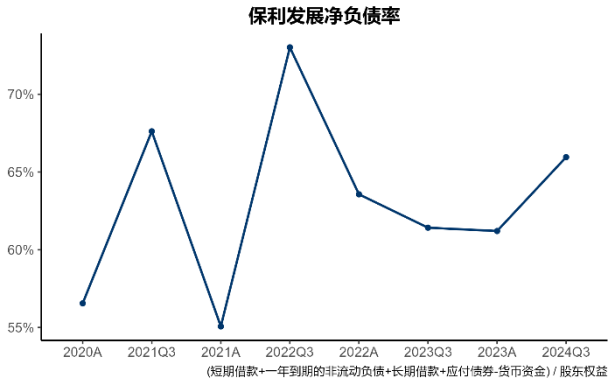
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图53: 2024Q3 期末, 公司剔除预收款的资产负债率水平高于滨江、华发和招商蛇口



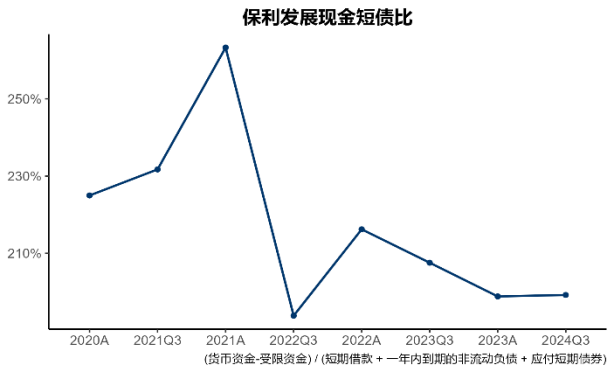
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

**图54: 2024Q3 期末, 公司净负债率为 66.0%, 较 2023 年末的 61.2%有所升高**



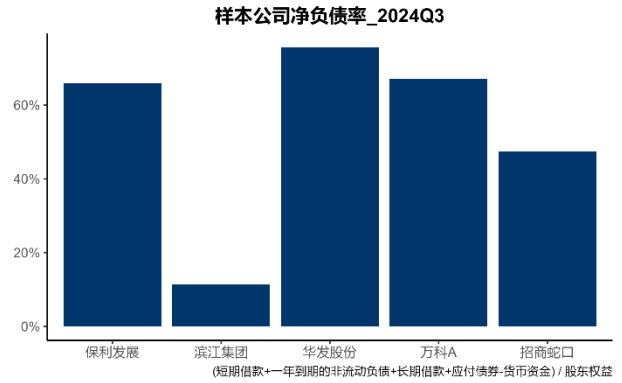
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

**图56: 2024Q3 期末, 公司扣除受限资金的现金短债比为 1.99, 与 2023 年末的水平基本持平**



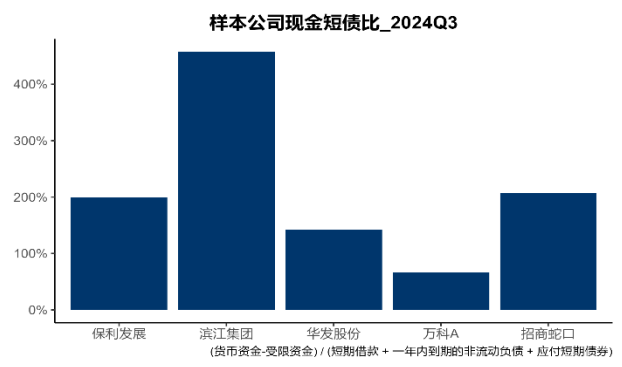
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

**图55: 2024Q3 期末, 公司净负债率水平高于滨江和招商蛇口**



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

**图57: 2024Q3 期末, 公司扣除受限资金的现金短债比高于华发和万科**



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 110.4、115.5 和 131.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.92、0.97 和 1.10 元, 11 月 7 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 13/12/11 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

**表3: 公司关键指标假设及盈利预测**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,849.3	2,810.2	3,468.3	3,219.0	3,091.1	2,790.7
YoY	17.2%	-1.4%	23.4%	-7.2%	-4.0%	-9.7%
房地产结算收入	2,607.7	2,565.8	3,225.0	2,970.3	2,821.4	2,499.8
YoY	15.2%	-1.6%	25.7%	-7.9%	-5.0%	-11.4%
其他业务收入	241.7	244.4	243.3	248.7	269.7	290.9
YOY	44.5%	1.1%	-0.5%	2.3%	8.4%	7.9%



销售金额	5349.3	4573.0	4222.0	3377.6	3715.4	3901.1
YoY	6.4%	-14.5%	-7.7%	-20.0%	10.0%	5.0%
销售并表回款	3,111.4	2,526.2	2,876.2	2,424.8	2,567.8	2,696.2
销售并表回款率	62.0%	59.1%	66.8%	74.0%	71.3%	71.3%
销售回笼资金	5,020.0	4,271.0	4,304.0	3,276.3	3,603.9	3,784.1
资金回笼率	93.8%	93.4%	101.9%	97.0%	97.0%	97.0%
预收账款(预收款项+合同负债)	4,168.7	4,129.1	3,780.3	3,234.9	2,981.3	3,177.6
结算收入(t)/预收账款(t-1)	71.2%	61.5%	78.1%	78.6%	87.2%	83.9%
净利润	371.9	270.1	179.0	170.9	159.8	165.8
YoY	-7.1%	-27.4%	-33.7%	-4.5%	-6.5%	3.7%
少数股东损益占比	26.4%	32.1%	32.6%	35.4%	27.7%	20.6%
归母净利润	273.9	183.5	120.7	110.4	115.5	131.7
YoY	-5.4%	-33.0%	-34.2%	-8.5%	4.6%	14.0%

资料来源: 公司年报及半年报、东兴证券研究所

## 6. 风险提示

市场维持低位, 公司销售表现不及预期; 竣工节奏放缓, 结算规模不及预期; 房价超预期下行, 资产减值规模超预期。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	1,268,539	1,293,636	1,349,891	1,420,827	<b>营业收入</b>	346,828	321,900	309,111	279,072
货币资金	147,982	243,450	345,790	527,800	<b>营业成本</b>	291,308	273,685	261,380	231,555
应收票据及应收账款	3,822	3,547	3,406	3,075	税金及附加	10,259	7,404	7,110	6,419
预付款项	21,635	20,326	19,413	17,197	销售费用	8,876	4,789	4,598	4,152
存货	869,508	816,907	780,179	691,155	管理费用	5,159	4,789	4,598	4,152
其他流动资产	225,591	209,406	201,103	181,599	研发费用	86	32	31	28
<b>非流动资产合计</b>	168,373	170,158	172,196	174,346	财务费用	4,391	11,093	12,668	13,289
长期股权投资	104,296	106,250	108,239	110,266	资产减值损失	5,045	96	-	-
投资性房地产	32,635	34,353	36,002	37,491	信用减值损失	43	-149	-	-
固定资产	8,362	7,061	5,962	5,035	公允价值变动收益	16	73	-	-
使用权资产	4,047	3,570	3,149	2,778	投资收益	2,212	2,175	2,212	2,249
无形资产	373	325	282	245	资产处置收益	232	3	-	-
长期待摊费用	284	226	187	157	其他收益	132	67	67	67
其他非流动资产	18,374	18,374	18,374	18,374	营业外收入	572	572	572	572
<b>资产总计</b>	1,436,912	1,463,794	1,522,087	1,595,174	营业外支出	264	264	264	264
<b>流动负债合计</b>	813,731	737,291	696,639	679,215	<b>利润总额</b>	24,626	22,787	21,312	22,102
短期有息负债	73,740	73,740	73,740	73,740	所得税费用	6,727	5,697	5,328	5,525
应付票据及应付账款	173,734	163,224	155,885	138,098	<b>净利润</b>	17,899	17,090	15,984	16,576
预收款项及合同负债	378,032	323,489	298,126	317,761	归属母公司净利润	12,067	11,038	11,551	13,170
其他流动负债	188,226	176,839	168,888	149,617	少数股东损益	5,832	6,052	4,433	3,407
<b>非流动负债合计</b>	286,154	379,223	468,576	549,141	<b>主要财务比率</b>				
长期借款及应付债券	280,516	374,073	463,912	545,021		2023A	2024E	2025E	2026E
租赁负债	3,868	3,488	3,077	2,714	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	1,770	1,663	1,588	1,407	营业收入增长率	23.4%	-7.2%	-4.0%	-9.7%
<b>负债合计</b>	1,099,885	1,116,514	1,165,215	1,228,357	EBIT 增长率	-11.4%	0.2%	0.6%	4.4%
少数股东权益	138,484	142,115	144,775	146,819	归母净利润增长率	-34.2%	-8.5%	4.6%	14.0%
归属母公司所有者权益	198,543	205,166	212,096	219,998	<b>获利能力</b>				
<b>负债和所有者权益合计</b>	1,436,912	1,463,794	1,522,087	1,595,174	毛利率	16.0%	15.0%	15.4%	17.0%
<b>现金流量表</b>					EBIT Margin	9.0%	9.7%	10.2%	11.7%
					归母净利率	3.5%	3.4%	3.7%	4.7%
					ROE	6.1%	5.5%	5.5%	6.1%
<b>经营活动现金流</b>					<b>偿债能力</b>				
净利润	17,899	17,090	15,984	16,576	资产负债率	76.5%	76.3%	76.6%	77.0%
折旧摊销	2,375	1,927	1,642	1,402	流动比率	155.9%	175.5%	193.8%	209.2%
财务费用	4,391	11,093	12,668	13,289	速动比率	46.4%	61.9%	79.0%	104.9%
营运流动资金	-17,761	-6,070	5,433	93,651	<b>营运能力</b>				
其他	-74	-2,785	-2,661	-2,805	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>投资活动现金流</b>	368	-1,034	-1,093	-928	应收款项周转率	88.1	87.4	88.9	86.1
长期股权投资	3,943	-	-	-	应付款项周转率	1.7	1.6	1.6	1.6
投资性房地产	-1,850	-1,717	-1,649	-1,489	<b>每股指标</b>				
固定资产	206	-	-	-	每股收益(元/股)	1.01	0.92	0.97	1.10
使用权资产	571	-	-	-	每股净资产(元/股)				
其他	-2,500	683	557	561	<b>估值比率</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-35,754	75,247	70,367	60,826	P/E	11.5	12.6	12.1	10.6
短期有息负债	-7,405	-	-	-	P/B	0.7	0.7	0.7	0.7
长期借款及应付债券	-19,682	93,556	89,839	81,109					
其他	-8,667	-18,309	-19,473	-20,282					
<b>现金净增加额</b>	5,153	-28,555	95,468	102,340					

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陈刚

清华大学金融硕士, 同济大学土木工程本科, 2019年加入东兴证券研究所, 从事房地产行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526