

00119.HK

买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 1.61

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.2	(1.2)	12.6	26.8
相对上证综指	(22.2)	1.0	5.1	(14.5)

发行股数 (百万)	3,821.18
流通股 (百万)	3,821.18
总市值 (人民币 百万)	6,152.10
3个月日均交易额 (人民币 百万)	15.93
主要股东	
保利 (香港) 控股有限公司	41.45%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2025年8月28日收市价为标准

相关研究报告

《保利置业集团: 行业深度调整周期中经营韧性凸显, 债务结构明显优化, 兼顾稳与进》
20250520

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

证券分析师: 夏亦丰

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521070005

证券分析师: 许佳璐

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

保利置业集团

营收同比增长, 但业绩仍承压; 毛利率回升, 偿债能力优化, “三道红线”指标全面转绿

摘要: 保利置业集团公布2025年中报, 公司实现营业总收入184.4亿元, 同比增长48.1%; 归母净利润2.1亿元, 同比下降44.3%。

- **受结算规模增加, 公司营收同比增长, 但业绩仍然承压。**上半年公司营收同比增长48.1%, 得益于项目竣工交接结转收入增加, 上半年公司结算面积81.4万平, 同比增长20.8%, 结算金额173.7亿元, 同比增长52.5%。但归母净利润同比下降44.3%, 主要原因: 1) 投资收益为-9.5亿元, 较2024年同期减少10.5亿元。2) 少数股东损益0.2亿元, 较2024年同期增加1.4亿元。不过公司未来业绩仍有保障, 2025年6月末公司预收账款409亿元, 同比虽然下降8.2%, 但预收账款/上年营收达1.02X。
- **在行业利润率普遍下行的情况下, 公司毛利率有所提升。**上半年公司毛利率17.5%, 同比提升3.2个百分点。同时, 公司持续加强各项费用管控, 三费率同比下降2.0个百分点至10.7%。但受投资收益下滑以及少数股东损益占比增加的影响, 公司净利率、归母净利润率分别为1.3%、1.1%, 同比分别下降0.7、1.9个百分点。年化后的ROE也因利润率下行同比下降了1.0个百分点至1.2%。
- **资产负债结构持续优化, 融资渠道畅通, “三道红线”指标全面转绿。**截至2025年6月末, 公司有息负债规模682亿元, 同比下降8.6%。债务结构持续优化, 一年内到期有息负债占比26%, 同比下降4个百分点。按债务类型分布来看, 银行贷款占比59%, 债券占比35%, 信托贷款占比3%, CMBS占比3%。公司融资渠道畅通, 获取了70亿元公司债券和70亿元中期票据的额度, 并在上半年完成了40亿元公司债券的发行, 票面利率仅2.46%-2.66%, 通过有息负债规模的压降和积极置换, 公司平均融资成本较2024年末下降48BP至2.90%。截至2025年6月末, 公司剔除预收账款后的资产负债率为69.5%, 同比下降2.7个百分点; 净负债率为85.7%, 同比下降5.2个百分点; 公司持有现金283亿元, 虽然现金规模同比下降15.7%, 但现金短债比仍有1.6X, 同比提升了0.13X。“三道红线”指标均有改善, 公司从2024年年末的“黄档房企”成功变为“绿档房企”。
- **销售排名提升至行业第15位, 上海市场表现优异。**2025年1-7月公司实现销售金额295亿元, 同比下降13.5%, 根据克而瑞, 销售金额排名行业第15位, 较2024年排名上升2位; 实现销售面积106万平, 同比下降18.5%; 销售均价2.79万元/平, 同比提升6.1%; 销售权益比63%, 同比下降5个百分点。公司2025年的销售目标为500亿元, 1-7月的销售金额已经完成目标的59%。上半年公司长三角市场销售额146.1亿元, 同比增长29.9%, 占公司销售额的比重为55%, 同比提升15个百分点, 其中上海市场销售金额达60.8亿元, 同比增长49.0%, 占公司销售额的比重为23%, 同比提升8个百分点。公司上半年首开项目有2个, 分别为上海保利海上印和宁波保利朗玥华庭, 下半年公司计划推出9个全新楼盘, 分别为上海杨浦项目, 杭州西湖区、西园七路、萧山3个项目, 广州荔湾项目, 深圳宝安项目, 济南历下区、天桥2个项目, 威海环翠项目。
- **公司重视项目拓展质量, 今年以来拿地强度较高。**上半年公司共获取9宗地块, 新增土储面积118.3万平, 同比增长77.1%, 拿地权益比例为74%。根据业绩公布的数据, 新增土储平均土地成本为2.85万元/平, 以此计算, 公司上半年拿地金额为337亿元, 拿地强度(拿地金额/销售金额)高达126%。以拿地金额来计算, 在上海、杭州和广州三个城市的拿地金额占比达88%。截至2025年6月末, 公司持有总土地储备1308万平, 平均土地成本为1.11万元/平, 其中在建面积512万平, 待建面积796万平, 权益土储920万平, 土储权益比例70%。从区域分布来看, 总土储中长三角占比22%, 大湾区占比23%, 西南地区占比30%, 从城市能级来看, 总土储中一线城市占比30%, 二线城市占比45%。
- **其他业务稳步发展。**1) 投资物业: 公司持有多个一线和二线城市省会城市投资物业和酒店, 其中投资物业总建筑面积68.1万平, 同比增加1.8%。2) 物业管理: 公司旗下物业管理公司涉及住宅、商业、办公楼、酒店和剧院等多种类型物业的经营管理服务, 上半年公司旗下物业管理公司实现收入6.25亿元, 同比增长6.7%, 物业管理项目318个, 在管面积5409万平, 同比增长7.0%。

投资建议与盈利预测:

- **在此轮行业深度调整周期中, 保利置业作为销售和拿地均有显著突破的“小而美”的房企, 债务结构持续优化, 经营韧性凸显。**我们认为, 公司的核心亮点有: 1) 作为一家老牌央企背景的房企, 股东实力雄厚。2) 当前经营韧性凸显, 公司逆势取得突破。2025年上半年销售规模排名再度提升, 核心区域业绩贡献增加。同时, 公司保持较强的投资强度, 在区域、项目和合作的选择上注重聚焦性和安全性, 近两年重点加仓了长三角、上海地区, 抢占市场修复先机, 土储中一二线城市占比高。3) 由于整体规模不大, 根据市场情况适时掉头、快速调整战略。我们认为, 公司目前已经基本调整到位, 未来将朝更稳健更正向的方向发展。当前公司已售未结资源充裕, 且毛利率水平不低, 能够为未来结算奠定基础。我们预计公司2025-2027年主营业务营业收入分别为390/404/409亿元, 同比增速分别为-3%/4%/1%; 归母净利润分别为1.8/1.9/2.0亿元, 同比增速分别为1%/5%/2%; 对应EPS分别为0.048/0.051/0.052元。当前股价对应的PE分别为30.8X/29.2X/28.7X, 当前股价对应的PB分别为0.165X、0.164X、0.163X。我们仍然维持买入评级。

评级面临的主要风险:

- 销售与结算不及预期; 房地产调控超预期收紧; 融资收紧。

投资摘要

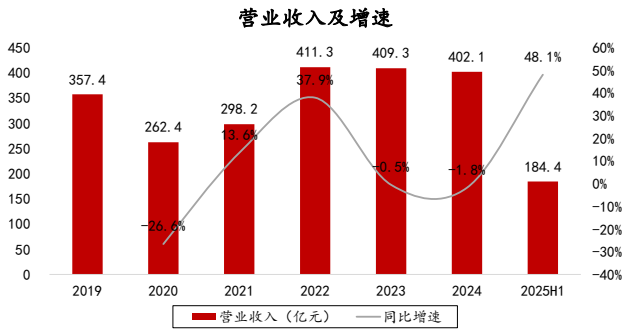
年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务营业收入 (人民币 百万)	40,932.42	40,208.48	38,961.56	40,449.09	40,921.50
变动 (%)	-0.47	-1.77	-3.10	3.82	1.17
归母净利润 (人民币 百万)	1,444.63	182.87	183.91	193.72	197.56
变动 (%)	77.01	-87.34	0.57	5.34	1.98
每股收益 (人民币)	0.38	0.048	0.048	0.051	0.052
变动 (%)	77.01	-87.34	0.57	5.34	1.98
市盈率(倍)	3.92	30.95	30.78	29.22	28.65
市净率(倍)	0.166	0.165	0.165	0.164	0.163

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

备注: 历史数据采用未调整口径数据。

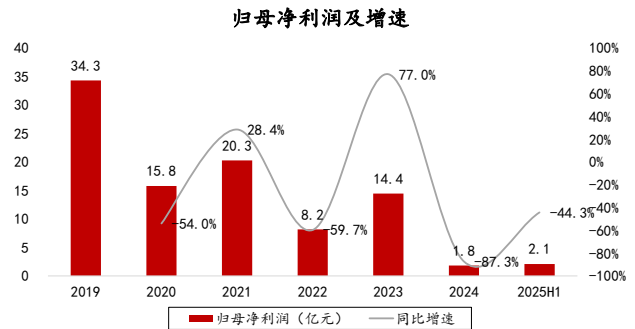
附录：

图表 1. 2025 年上半年保利置业集团实现营业收入 184.4 亿元，同比增长 48.1%



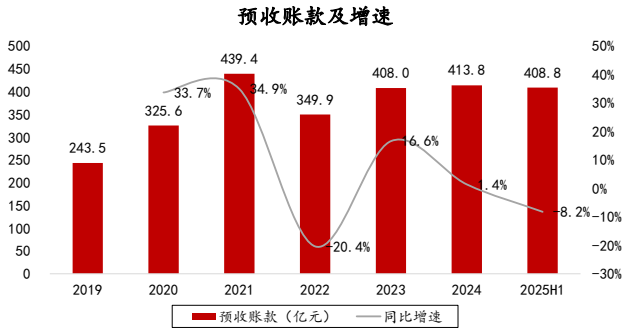
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2025 年上半年保利置业集团实现归母净利润 2.1 亿元，同比下降 44.3%



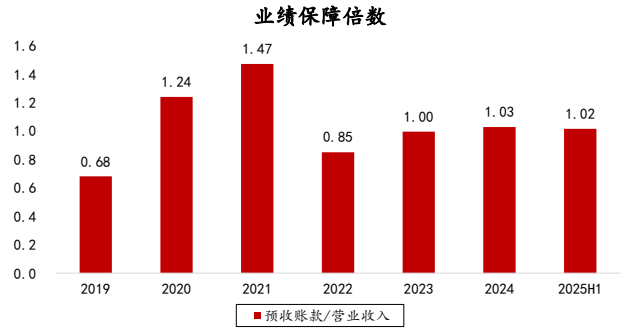
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 截至 2025 年 6 月末，保利置业集团预收账款 408.8 亿元，同比下降 8.2%



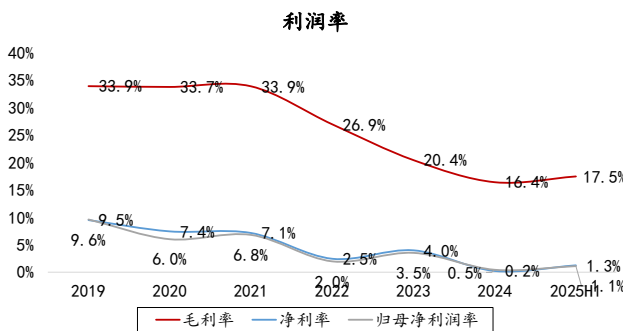
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 截至 2025 年 6 月末，保利置业集团业绩保障倍数为 1.02X



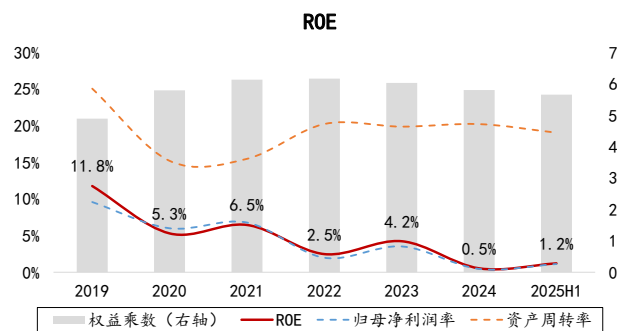
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2025 年上半年保利置业集团毛利率、净利率、归母净利润率分别为 17.5%、1.3%、1.1%



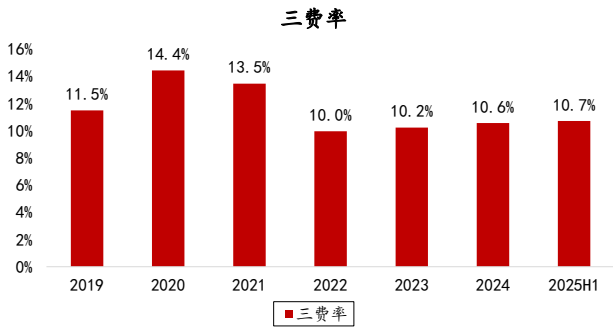
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2025 年上半年保利置业集团年化 ROE 为 1.2%



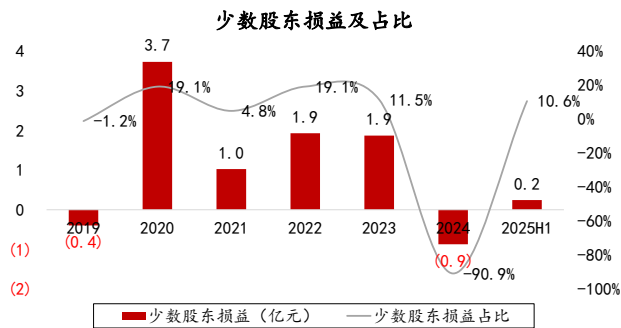
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2025 年上半年保利置业集团三费率为 10.7%



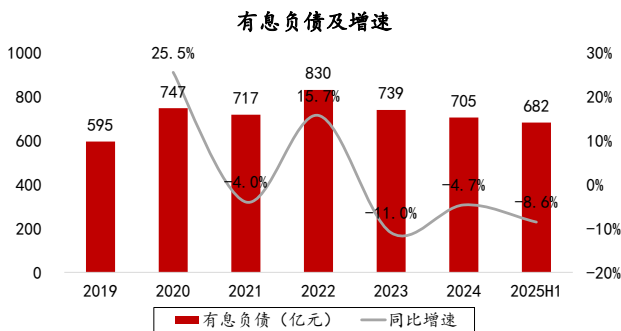
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2025 年上半年保利置业集团少数股东损益为 0.2 亿元，占净利润的比重为 10.6%



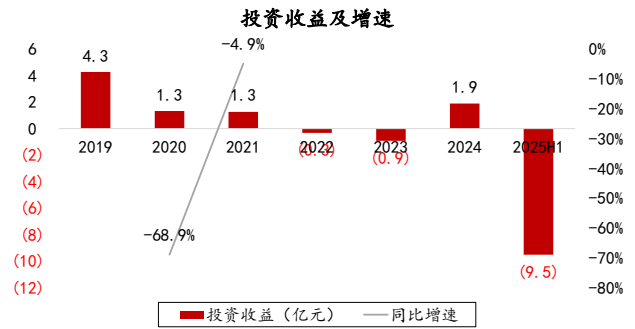
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 截至 2025 年 6 月末，保利置业集团有息负债 682 亿元，同比下降 8.6%



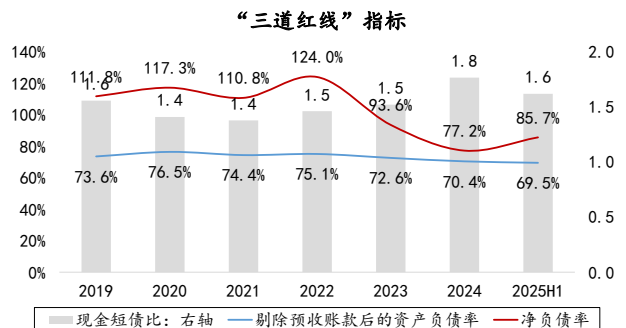
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2025 年上半年保利置业集团投资收益为 -9.5 亿元



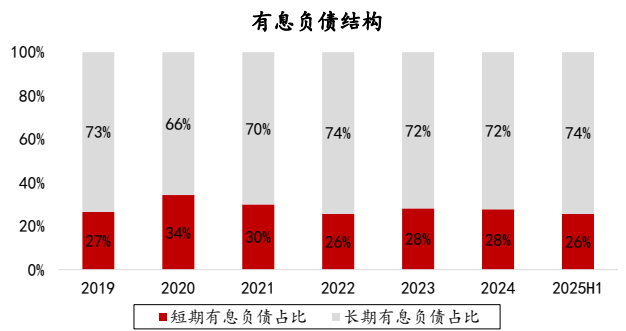
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 截至 2025 年 6 月末，保利置业集团剔除预收账款后的资产负债率为 69.5%，净负债率为 85.7%，现金短债比为 1.6X



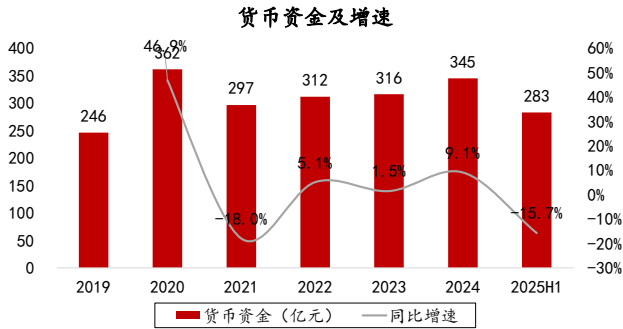
资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 截至 2025 年 6 月末，保利置业集团短期有息负债占比为 26%



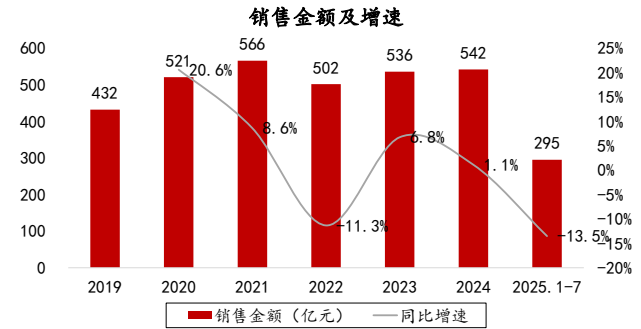
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 截至 2025 年 6 月末，保利置业集团在手现金为 283 亿元，同比下降 15.7%



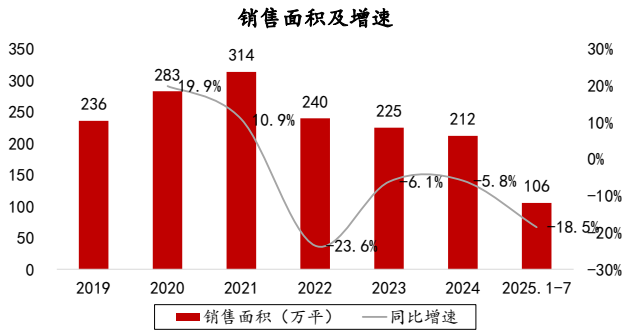
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2025 年 1-7 月保利置业集团销售金额 295 亿元，同比下降 13.5%



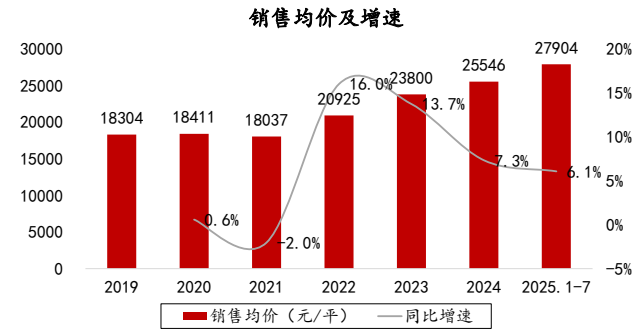
资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2025 年 1-7 月保利置业集团销售面积为 106 万平，同比下降 18.5%



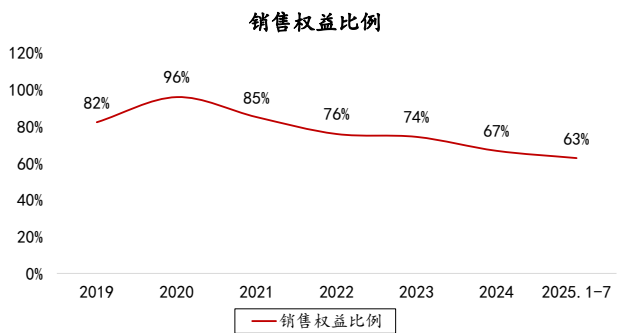
资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 2025 年 1-7 月保利置业集团销售均价为 2.79 万元/平，同比增长 6.1%



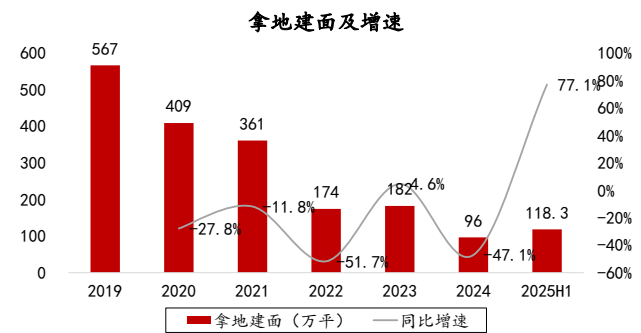
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2025 年 1-7 月保利置业集团销售权益比例为 63%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2025 年上半年保利置业集团拿地建面 118.3 万平，同比增长 77.1%



资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40992.29	40208.48	38961.56	40449.09	40921.50
营业收入	40932.42	40208.48	38961.56	40449.09	40921.50
营业成本	32572.34	33612.96	32727.71	34179.48	34783.28
经营费用	3040.51	3113.84	3228.22	3335.65	3424.48
息税折旧前利润	6125.80	4181.16	3143.44	3067.74	2843.37
折旧及摊销	746.36	699.48	137.80	133.77	129.62
经营利润 (息税前利润)	5379.44	3481.68	3005.63	2933.96	2713.75
净利息收入/(费用)	-917.32	-1583.37	-828.90	-578.68	-536.94
其他收益/(损失)	-444.07	-103.13	-97.98	-93.08	5.00
税前利润	4032.10	2241.64	2357.80	2582.98	2634.18
所得税	2400.19	2145.82	2122.02	2324.68	2370.76
净利润	1631.91	95.81	235.78	258.30	263.42
少数股东损益	187.28	-87.05	51.87	64.57	65.85
归母净利润	1444.63	182.87	183.91	193.72	197.56
每股收益 (人民币)	0.38	0.05	0.05	0.05	0.05
每股股息 (人民币)	0.08	0.02	0.02	0.02	0.02
收入增长	-0.47%	-1.77%	-3.10%	3.82%	1.17%
息税前利润增长	-34.72%	-35.28%	-13.67%	-2.38%	-7.51%
息税折旧前利润增长	-31.92%	-31.75%	-24.82%	-2.41%	-7.31%
净利润增长	61.68%	-94.13%	146.08%	9.55%	1.98%
归母净利润增长	77.01%	-87.34%	0.57%	5.34%	1.98%

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	-0.47	-1.77	-3.10	3.82	1.17
盈利能力					
息税前利润率(%)	9.85	5.58	6.05	6.39	6.44
毛利率(%)	20.42	16.40	16.00	15.50	15.00
归母净利润率(%)	3.53	0.45	0.47	0.48	0.48
ROE(%)	4.24	0.53	0.53	0.56	0.57
偿债能力					
资产负债率(%)	78.06	76.57	76.04	76.55	76.10
营运能力					
资产周转率	0.20	0.20	0.20	0.20	0.21
存货周转率	0.24	0.27	0.26	0.26	0.27
费用率					
销售费用率(%)	2.98	3.24	3.71	3.64	3.71
管理费用率(%)	3.08	3.10	3.20	3.15	3.20
财务费用率(%)	3.90	3.89	4.10	4.03	4.10
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.05	0.05	0.05	0.05
每股净资产 (人民币)	8.92	8.95	9.00	9.05	9.10
估值比率					
P/E(最新摊薄)	3.92	30.95	30.78	29.22	28.65
P/B	0.166	0.165	0.165	0.164	0.163

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	31631.92	34507.50	34255.82	33485.65	32472.88
应收账款	308.64	451.04	432.91	449.43	454.68
存货	134443.24	125531.98	123985.95	129362.49	127359.18
其他流动资产	717.70	1268.75	1168.85	1213.47	1227.65
流动资产总计	182913.97	178963.38	176207.39	181499.66	178701.42
固定资产	3479.55	3392.94	3306.22	3222.97	3143.06
无形资产	60.45	24.70	16.04	1.66	-17.10
其他非流动资产	676.44	709.95	745.45	782.72	821.85
非流动资产合计	22896.98	19739.40	19058.25	19140.78	19227.26
总资产	205810.95	198702.78	195265.64	200640.44	197928.68
应付账款	19562.27	26687.00	25175.16	26291.91	26756.37
短期债务	23143.72	9416.40	8945.58	8498.30	8073.39
其他流动负债	55285.71	55451.55	54546.19	56628.72	55244.03
流动负债总计	105766.98	99641.53	96952.58	103052.90	101061.37
长期借款	53280.67	50910.71	49910.71	48910.71	47910.71
其他长期负债	1602.67	1603.23	1619.26	1635.45	1651.81
股本	15712.16	15712.16	15712.16	15712.16	15712.16
储备	18041.49	17990.42	18174.33	18368.05	18565.61
股东权益	45160.63	46547.31	46783.09	47041.39	47304.81
少数股东权益	11060.36	12337.96	12389.83	12454.40	12520.26
总负债及权益	205810.95	198702.78	195265.64	200640.44	197928.68
每股净资产 (人民币)	8.92	8.95	9.00	9.05	9.10
每股有形资产 (人民币)	0.91	0.89	0.87	0.84	0.82

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371